



BOJ
Reports & Research Papers

Financial System FSR Report

金融システムレポート



日本銀行
2016年10月

本レポートが分析対象としている大手行、地域銀行、信用金庫は次のとおりです。

大手行は、みずほ、三菱東京 UFJ、三井住友、りそな、埼玉りそな、三菱 UFJ 信託、みずほ信託、三井住友信託、新生、あおぞらの 10 行、地域銀行は、地方銀行 64 行と第二地方銀行 41 行、信用金庫は、日本銀行の取引先信用金庫 256 庫（2016 年 9 月末時点）。

本レポートは、原則として 2016 年 9 月末までに利用可能な情報に基づき作成されています。

本レポートの内容について、商用目的で転載・複製を行う場合は、予め日本銀行金融機構局までご相談ください。転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

【本レポートに関する照会先】

日本銀行金融機構局金融システム調査課（post.bsd1@boj.or.jp）

本レポートの目的

日本銀行は、わが国金融システムの安定性を評価するとともに、安定確保に向けた課題について関係者とのコミュニケーションを深めることを目的として、『金融システムレポート』を年2回公表している。

本レポートは、金融システムの包括的な定点観測であり、マクロプルーデンスの視点を重視する。マクロプルーデンスとは、金融システム全体の安定を確保するため、実体経済と金融資本市場、金融機関行動などの相互連関に留意しながら、金融システム全体のリスクを分析・評価し、それに基づいて制度設計・政策対応を図るという考え方である。

『金融システムレポート』の分析結果は、日本銀行の金融システムの安定確保のための施策立案や、モニタリング・考査等を通じた金融機関への指導・助言に活用している。また、国際的な規制・監督に関する議論にも役立てている。さらに、金融政策運営面でも、マクロ的な金融システムの安定性評価を、中長期的な視点も含めた経済・物価動向のリスク評価を行ううえで重要な要素のひとつとしている。

今回のレポート（2016年10月号）では、低金利・マイナス金利環境下の潜在的な金融脆弱性について——具体的には、①金融機関が過度なリスクテイクに向かう過熱方向のリスクと、②収益の減少に歯止めがかからず金融仲介が停滞方向に向かうリスクの双方について——、定量的な分析を行っている。また、マクロ・ストレステストでは、邦銀にとって外貨資金調達の安定性確保が重要な課題であることを踏まえ、外貨の調達プレミアム上昇と資金流動性制約に対する国際統一基準行のリスク耐性を検証している。

目 次

I. 要旨：金融システムの総合評価	1
II. 金融資本市場から観察されるリスク	3
1. 国際金融資本市場	3
2. 国内金融資本市場	10
(1) 短期金融市場	10
(2) 国債市場	11
(3) クレジット・株式市場	14
(4) 為替市場	16
III. 金融仲介活動の点検	17
1. 金融機関による金融仲介活動	17
(1) 国内貸出	17
(2) 海外貸出	24
(3) 有価証券投資	25
(4) 金融機関バランス・シートの変化	28
2. 機関投資家等の資金運用動向	28
3. 家計の金融資産運用動向	30
4. 金融資本市場を通じる金融仲介	32
5. 金融活動指標	33
IV. 金融機関のマクロ的なリスクと財務基盤	36
1. 信用リスク	36
2. 市場リスク	39
3. 資金流動性リスク	44
4. 金融機関の自己資本充実度	50
5. 金融機関収益と金融システムの機能度・安定性	51

V. マクロ・ストレステスト	55
(1) ベースライン・シナリオ	55
(2) テールイベント・シナリオ	57
(3) 特定イベント・シナリオ	58
(4) マクロ・ストレステストの結果に関する留意点	59
VI. おわりに	62
BOX 1 家計の資産運用行動の変化	65
BOX 2 地域金融機関の有価証券投資	67
BOX 3 マイナス金利政策実施国における銀行の収益構造	69
BOX 4 地域金融機関の預貸利鞘低下の背景	72
BOX 5 銀行の収益性と貸出供給インセンティブ	75
BOX 6 地域金融機関の役務収益と資金利鞘の関係	77
付録：基本用語の定義	79

I. 要旨：金融システムの総合評価

金融資本市場の動向

国際金融資本市場では、EU 離脱を支持する 6 月下旬の英国国民投票の結果を受け、投資家のリスク回避姿勢が一時的に強まったが、その後は徐々に落ち着きを取り戻していった。先進国の低水準の長期金利を背景に、利回り追求の動きが再び活発化する兆しもみられており、グローバルな資金フローが急速に変化しないか注視する必要がある。この間、わが国でも株価下落や円高進行など海外の影響を受ける局面もみられたが、9 月に日本銀行が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入したもとの、きわめて緩和的な金融環境が維持されている。

金融仲介活動の点検

金融機関の国内貸出は、積極的な融資姿勢のもと、幅広い業種での資金需要を受けて、前年比 2%程度のプラスで推移している。海外貸出についても、北米など先進国向けを中心に高めの伸びを続けている。有価証券投資では、円債残高がなお高水準にあるなか、外債や投資信託などを一層積み増している。保険会社・年金などの機関投資家、ゆうちょ銀行・系統上部金融機関など市場運用を中心とする預金取扱機関は、外債等のリスク資産を積み増す傾向が一段と強まっている。この間、家計の資産運用は、昨夏以降、株安・円高の影響もあって、資産ポートフォリオ多様化の動きが弱まっている。金融資本市場を通じる金融仲介については、エクイティ・ファイナンスは不安定な株式相場を背景に弱めの動きとなっているが、社債市場では良好な発行環境を背景に超長期債発行の動きが広がっている。こうしたもとの、企業や家計の資金調達環境はきわめて緩和した状態にある。

以上の金融仲介活動において、行き過ぎたリスクテイクや信用量の増加といった過熱感は、総じて窺われない。もっとも、低金利環境が続くもとの、銀行の貸出姿勢はバブル期以来の積極性を示している。貸出姿勢の積極化は、金融緩和の効果の重要な波及経路であるが、一方で、金融機関同士の競争が過度に進んだ場合には、貸出採算の悪化等を通じて金融機関の収益基盤を脆弱にするとともに、金融システムを不安定化させるリスクもあるため、注視していく必要がある。また、不動産市場は、現時点では、全体として過熱の状況にはないと考えられるが、大都市圏では一部に投資利回りが低水準となる高値取引がみられているほか、不動産業向け貸出も伸び率を高めている。今後、投資家の期待利回りの過度な低下や高値取引の地方圏への拡がりが生じていくことがないか、注意深く点検していく必要がある。

金融システムの安定性

わが国の金融システムは、安定性を維持している。すなわち、金融機関の自己

資本比率は規制水準を十分に上回っており、マクロ的なリスク量との対比でも総じて充実した水準にある。マクロ・ストレステストの結果も、金融システムが相応に強いストレス耐性を備えていることを示している。また、流動性の面では、金融機関は十分な円資金を有している。外貨資金についても、一定期間調達が困難化しても、資金不足をカバーできる流動性を確保しているほか、外貨資産の売却を余儀なくされるストレス・シナリオのもとでも、金融機関の健全性は維持されることが確認できる。ただし、市場性調達の比重はなお高く、金融機関は引き続き外貨資金の安定調達基盤の拡充に取り組んでいく必要がある。

金融機関の収益性低下に伴う潜在的な金融脆弱性

現状では、金融機関は充実した資本基盤を備えており、当面収益力が下押しされるもとでも、リスクテイクを継続していく力を有している。今後、金融機関のポートフォリオ・リバランスが、経済・物価情勢の改善と結びついていけば、基礎的収益力の回復に繋がっていくと考えられる。もっとも、人口減少や高齢化の進展などの構造問題は、地域金融機関の預貸業務の収益性を今後も下押し続けるとみられる。そうしたもとで、マイナス金利の影響も加わり、足もとの収益力の減少傾向が長引いた場合には、損失吸収力の低下する金融機関が増加し、金融仲介機能が低下する可能性も考えられる。

一方で、マイナス金利の影響などから貸出や有価証券投資の収益性が低下するなかで、金融機関が収益維持の観点から過度なリスクテイクに向かうことになれば、金融システムの安定性が損なわれる可能性があることにも留意が必要である。

以上のように、金融機関の収益性低下に伴う潜在的な脆弱性としては、マクロ的なリスク蓄積や資産価格等への影響が行き過ぎる過熱方向のリスク、収益の減少に歯止めがかからず金融仲介が停滞方向に向かうリスクの両面について注視していく必要がある。

マクロプルーデンスの視点からみた課題

金融システムが将来にわたって安定性を維持していくためには、潜在的な脆弱性に繋がり得るリスクの蓄積や構造的な変化に対して、金融機関は着実に対応していく必要がある。収益性低下の問題に対しては、金融仲介能力の向上を通じた地域経済・企業への支援強化など、収益力の安定・向上に向けた経営方針の具体化が望まれる。また、国際業務や市場運用など、わが国金融機関が積極的にリスクテイクを進めている分野におけるリスク対応力の強化も重要である。このほか、大規模金融機関では、システム的な重要性の高まりを踏まえ、リスク蓄積に対する強い財務基盤と経営管理体制の強化、ストレス発生時の秩序ある対応に向けた準備などが一段と強く求められる。日本銀行も、金融システムの安定確保に向けて、モニタリング・考査等を通じてこれらの課題に引き続き対応していく。

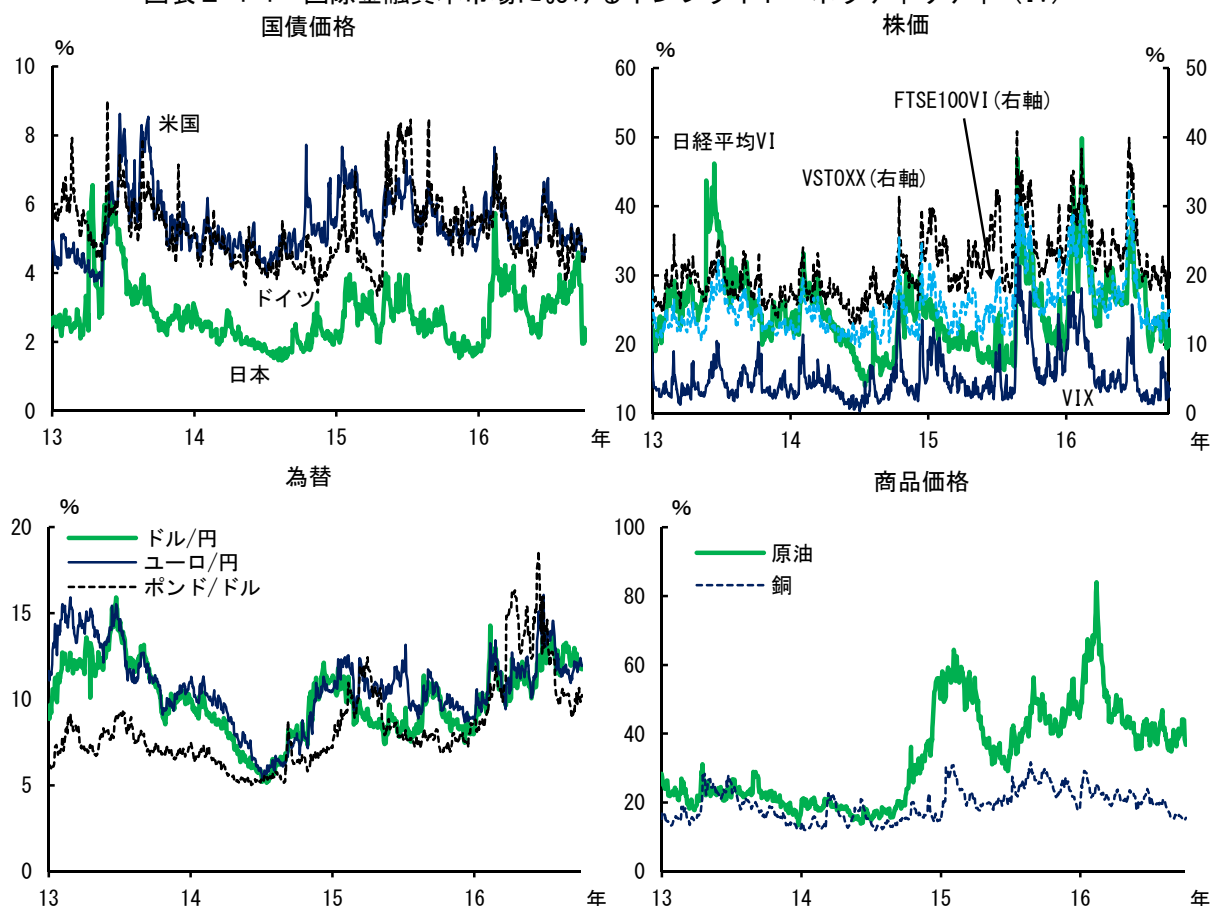
II. 金融資本市場から観察されるリスク

本章では、主として 2016 年度上期中の動きを中心に、国内外の金融資本市場の動向を確認し、金融資本市場からみたリスクの所在について点検する。

1. 国際金融資本市場

国際金融資本市場では、EU 離脱を支持する 6 月下旬の英国国民投票の結果を受け、投資家のリスク回避姿勢が一時的に強まったが、その後は徐々に落ち着きを取り戻していった。先進国の低水準の長期金利を背景に、利回り追求の動きが再び活発化する兆しもみられており、先行きの世界経済を巡る不透明感がなお高いなかで、グローバルな資金フローが急速に変化しないか、今後の動きを注視していく必要がある（図表 II-1-1）。

図表 II-1-1 国際金融資本市場におけるインプライド・ボラティリティ（IV）



(注) 1. 国債価格については、日本は S&P/JPX 日本国債 VIX 指数、米国は TYVIXSM 指数、ドイツは Bloomberg 算出の長期国債先物の IV。

2. 為替については、Bloomberg 算出の IV。

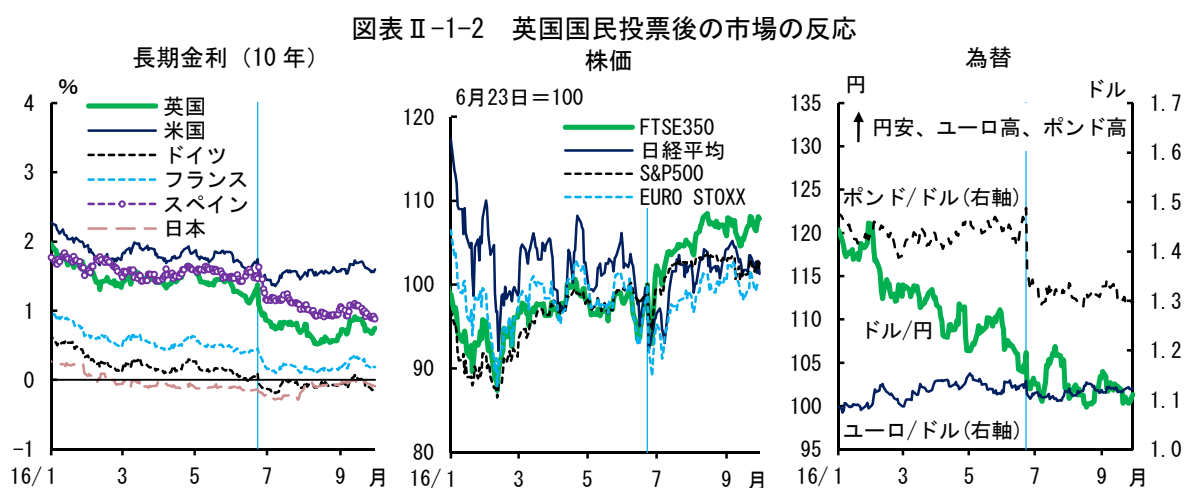
3. 原油は CBOE/NYMEX WTI ボラティリティ指数、銅は Bloomberg 算出の IV。

4. 直近は 16 年 9 月 30 日。

(資料) Bloomberg

英国国民投票の結果を受けた市場の反応と先行きのリスク

6月下旬に行われた英国国民投票が EU 離脱を支持する結果となったことに対し、市場は大きく反応した。国民投票後の各市場の動きをみると、債券利回りは低下し、株価は大幅に下落した。為替市場では、ポンドは大幅安、ドルは各国通貨に対し概ね上昇し、円は独歩高となった（図表 II-1-2）。こうした動きの背景には、英国の EU 離脱へ向けたプロセスや実体経済への影響などが見極め難いことなどを受け、投資家がリスク回避姿勢を強めたことがある。



(注) 1. 縦線は英国国民投票当日（16年6月23日）を示す。

2. 直近は16年9月30日。

(資料) Bloomberg

その後、世界的に株価が上昇に転じるなど、市場は徐々に落ち着きを取り戻していった。もっとも、英国の離脱を巡る不透明感の高い状況は継続している。英国やユーロエリアの長期金利は大きく低下しているが、これには、金融政策面での追加緩和期待の強まりや、投資家の利回り追求の動きといった要因のほか、英国の EU 離脱が実体経済に与える影響が織り込まれているとも考えられる。この点について、国民投票後に改定された IMF の成長率見通しをみると、英国の EU 離脱の影響を反映して、欧州を中心に幾分下方修正されている（図表 II-1-3）。

また、国民投票後、欧州銀行株価は大きめに下落したほか、欧州銀行部門のストレスの大きさを示すシステムリスク指標 (CoVaR) は大きめに上昇した（図表 II-1-4、図表 II-1-5）¹。これは、国民投票の直接的な影響だけでなく、今回の英国の EU 離脱を巡る問題を契機に改めて焦点が当たることとなった、マクロ的

¹ CoVaR は、個別金融機関が直面するストレスの大きさと、それらのストレスの連動性という2つの要素によって、金融システムが直面するストレスの大きさを計測・分解し、システムリスクの度合いを計測する指標である。詳細は次の論文を参照。Adrian, T. and M. K. Brunnermeier, "CoVaR," American Economic Review, vol. 106, no. 7, July 2016.

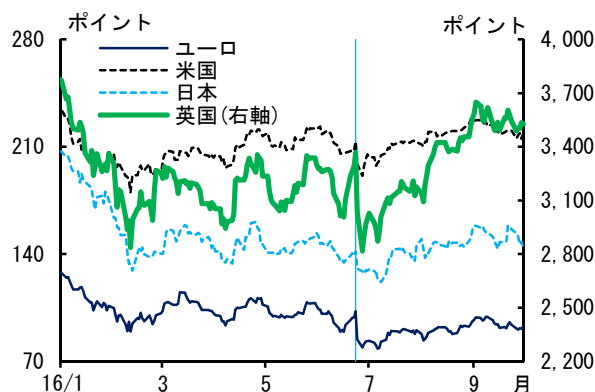
な低成長・低金利環境のもとでの欧州銀行部門の収益力の弱さや不良債権問題に対する懸念などが反映されたものと考えられる（図表 II-1-6）。

図表 II-1-3 欧州の成長率見通し

(前年比、%)				
	2014年	2015年	2016年 [見通し]	2017年 [見通し]
世界計	3.4	3.2	3.1 (▲ 0.1)	3.4 (▲ 0.1)
ユーロ圏	0.9	2.0	1.7 (0.2)	1.5 (▲ 0.1)
ドイツ	1.6	1.5	1.7 (0.2)	1.4 (▲ 0.2)
英国	3.1	2.2	1.8 (▲ 0.1)	1.1 (▲ 1.1)

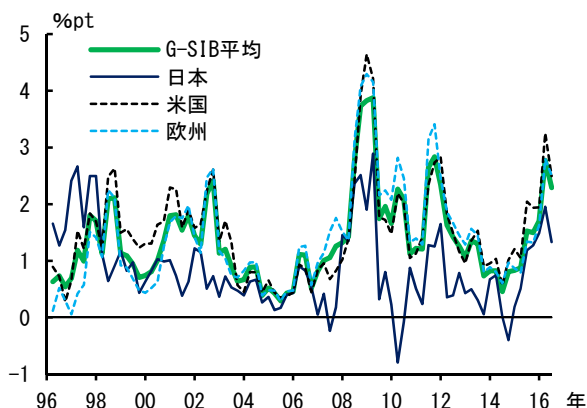
(注) 1. 16年以降はIMFの16年10月時点の見通し。
2. 括弧内は、16年4月時点における見通しからの修正幅。
(資料) IMF “World economic outlook”

図表 II-1-4 銀行株価



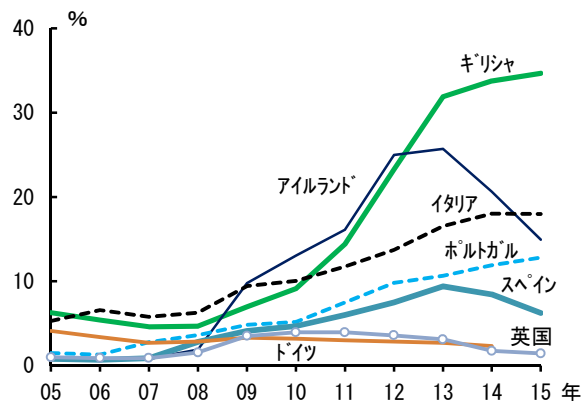
(注) 1. 縦線は英国国民投票当日（16年6月23日）を示す。
2. ユーロは、EURO STOXX 指数の銀行セクター、米国は、S&P500 銀行株指数、日本は、TOPIX 銀行業指数、英国は、FTSE オールシェア銀行指数。
3. 直近は 16年9月30日。
(資料) Bloomberg

図表 II-1-5 システミックリスク指標 (CoVaR)



(注) 1. 集計対象は、G-SIB。
2. 直近は 16年9月末。
(資料) Bloomberg、日本銀行

図表 II-1-6 欧州諸国金融機関の不良債権比率



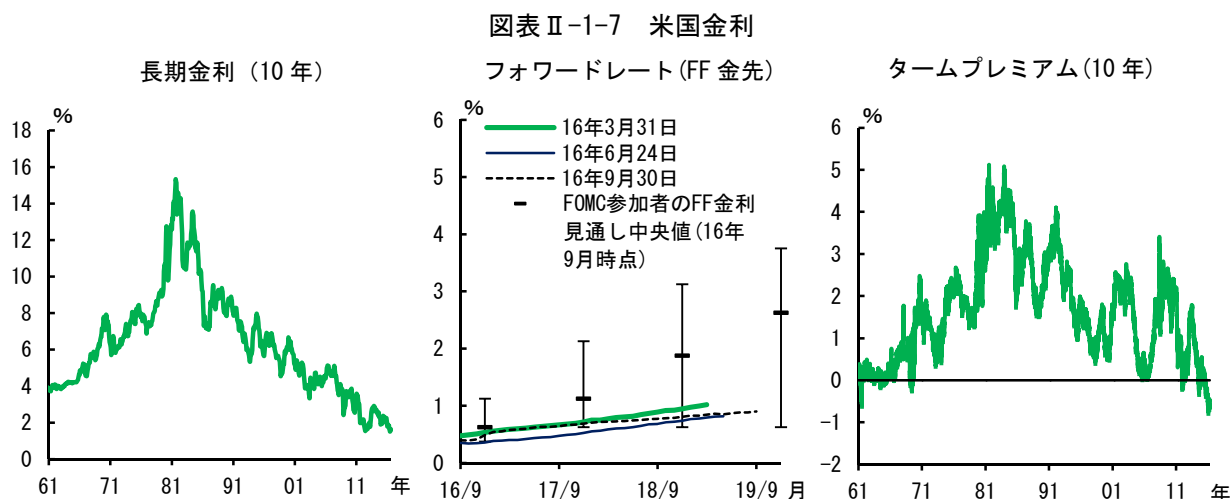
(注) 直近は、イタリア、英国は 15年6月、ギリシャ、ポルトガルは 15年9月、アイルランド、スペインは 15年12月、ドイツは 14年12月。
(資料) IMF

この間、英国不動産市場では、EU 離脱に伴う商業用不動産価格の下落懸念を背景に、不動産ファンドからの資金流出の動きがみられ、7月以降、一部のファンドで解約一時停止の動きがみられた。これまでのところ、こうした動きは限定的であり、機関投資家や金融機関の間で信用不安が連鎖するといった事態には至っていない。ただし、こうした不動産ファンドは銀行借入によりレバレッジをかけているのが一般的であり、解約の増加や不動産価格の下落が金融セクターに負の影響を与えるリスクについては、留意が必要である。

低金利継続期待の強まりと資金フローへの影響

米国長期金利は、5月頃まで概ね横ばい圏内で推移していたが、6月に入って、事前予想を下回る雇用関連の経済指標や、英国国民投票の結果などを受けて、FRBによる利上げが想定より緩やかなペースになるとの見方が一段と強まり、一時は2012年半ばの既往ボトムを下回る水準を記録した。その後、予想を上回る経済指標などを受け上昇する場面もみられたが、長い目でみればなおきわめて低い水準での推移を続けている。

こうした米国長期金利低下の背景を窺うと、市場参加者が予想する先行きの短期金利パスは、緩やかな政策金利の上昇を織り込んでいるものの、連邦公開市場委員会（FOMC）参加者の政策金利見通しと比べて、ごく緩やかなものとなっている。とりわけ、こうした市場参加者と政策当局の先行きの金融政策に関する見方の乖離は、期先にかけて拡大している（図表 II-1-7）。



（注）1. フォワードレート（FF金先）の縦棒は、FOMC参加者の大勢見通しの上限・下限の範囲。

2. 直近は、左図は「16年9月」、右図は「16年9月30日」。

（資料）Bloomberg、FRB

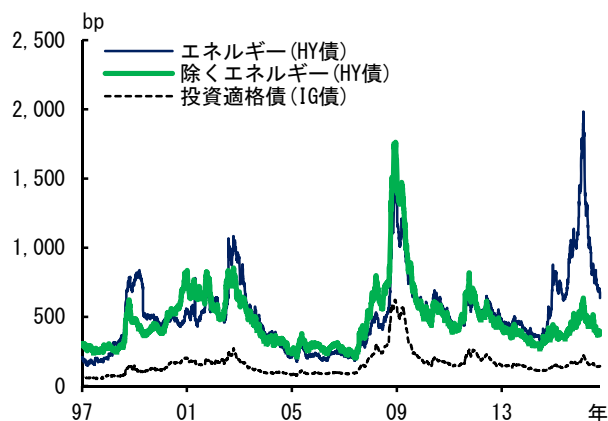
先進国の長期金利が低位で推移するなかで、投資家の利回り追求の動きから、米国ハイイールド債（HY債）の社債スプレッドは縮小に転じている（図表 II-1-8）。また、新興国への資金フローに関しても、2015年下期にかけて流出基調で推移していたが、このところ再び流入超となる兆しがみられる（図表 II-1-9）。新興国社債のスプレッドは縮小に転じ、新興国株価や商品価格も再び上昇に転じるなど、この面でも投資家の利回り追求の動きが確認される（図表 II-1-10、図表 II-1-11）。

もっとも、英国のEU離脱の影響や新興国経済の動向など、世界経済を巡る不透明感はなお高い状況にある。また、米国の金利見通しに関して、市場参加者と政策当局の間で乖離が存在するもとの、先行きの金利情勢を巡る不確実性が意識されることがあれば、現状、きわめて低い水準となっているタームプレミアムが

拡大に転じ、長期金利の上昇に繋がる可能性もある（前掲図表 II-1-7）。そうしたことをきっかけに、グローバル投資家のリスクアペタイトが急速に萎むことも考えられる。

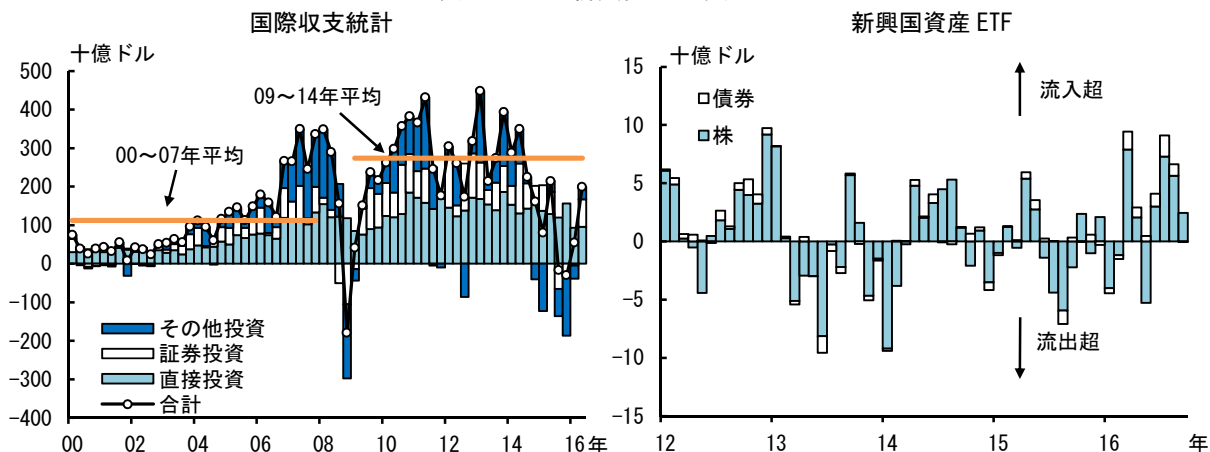
これらの点を踏まえると、今後、低金利継続期待の強まりが、新興国市場やクレジット市場への資金流入を加速させる可能性や、逆にそうした期待が剥落した場合に、急速に資金が流出するといった巻き戻しのリスクについて、引き続き注視していく必要がある。

図表 II-1-8 米国社債スプレッド



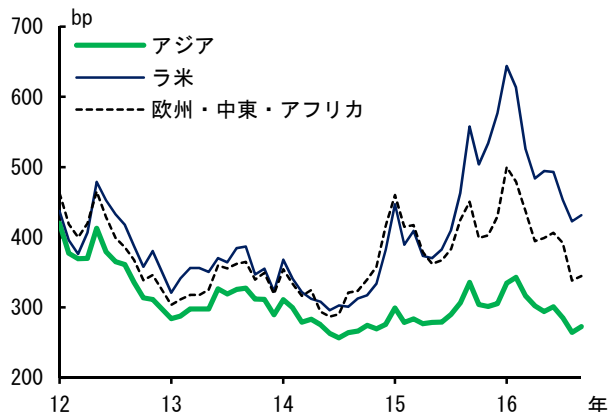
(注) 1. バンクオブアメリカ・メリルリンチ算出。
2. 直近は 16年9月30日。
(資料) Bloomberg

図表 II-1-9 新興国への資金フロー



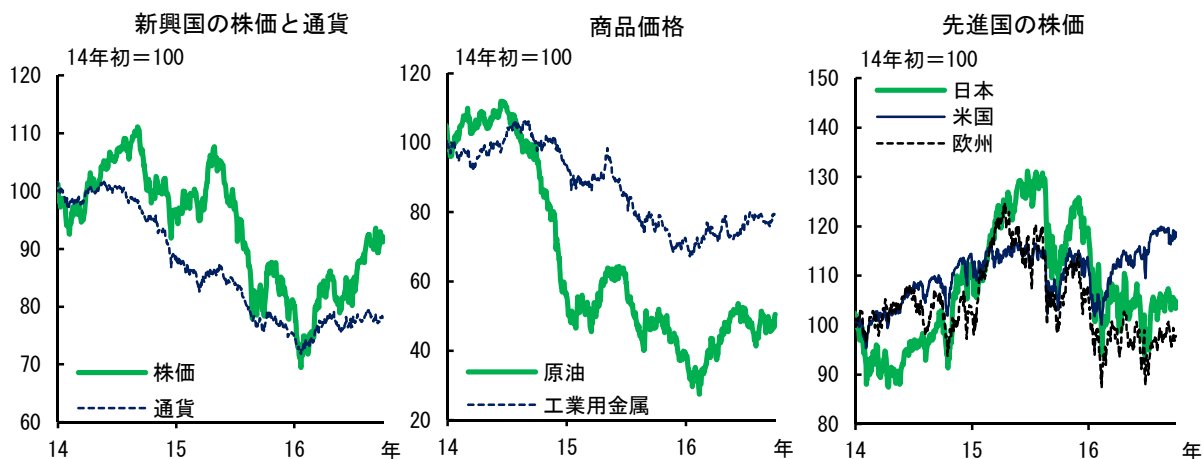
(注) 1. 国際収支統計は主要新興国 19 か国合計。直近は 16年4~6月。
2. 新興国資産ETF は、米国で上場しているETFの資金フロー。直近は 16年9月。
(資料) Bloomberg、Haver Analytics

図表 II-1-10 新興国社債スプレッド



(注) 1. J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified の地域別内訳。ドル建て社債を対象。
2. 直近は 16年9月末。
(資料) J. P. Morgan

図表 II-1-11 リスク性資産の価格動向



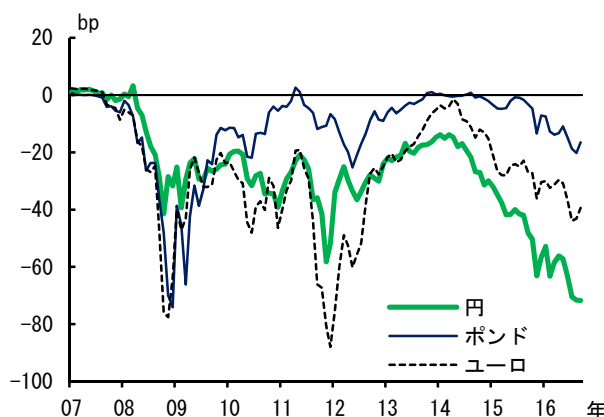
(注) 1. 新興国株価は、MSCI エマージングインデックス、通貨は J. P. Morgan EMCI インデックス。
2. 商品価格の原油は WTI、工業用金属は S&P GSCI 商品指数の品目指数。
3. 直近は 16年9月30日。
(資料) Bloomberg

ドル資金調達市場の動向

ドル資金調達市場の動向をみると、為替スワップや通貨ベーススワップ市場でのドル資金調達プレミアムは、2014年以降、わが国や欧州各国を中心に拡大している（図表 II-1-12）²。また、LIBOR-OIS スプレッドは、このところ幾分水準を切り上げている（図表 II-1-13）。

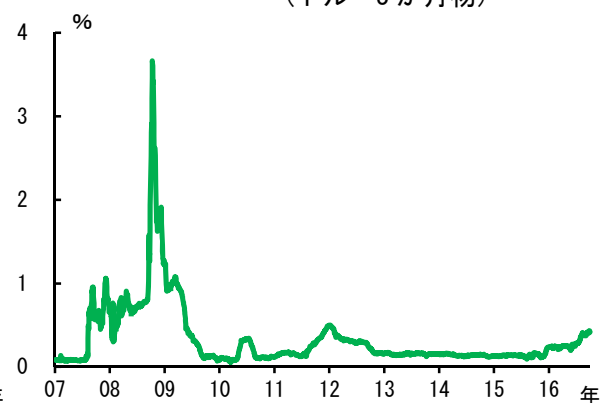
² 2014年以降のグローバルなドル資金調達プレミアム拡大に関するより詳細な説明については、『金融システムレポート』2016年4月号II章のほか、次の論文も参照。荒井史彦・眞壁祥史・大河原康典・長野哲平、「グローバルな為替スワップ市場の動向について」、日銀レビュー、2016-J-11、2016年7月。

図表 II-1-12 ドル資金調達プレミアム



(注) 1. 1年物の通貨ベーススワップの月中平均値。
2. 直近は16年9月。
(資料) Bloomberg

図表 II-1-13 LIBOR-OIS スプレッド
(ドル・3か月物)

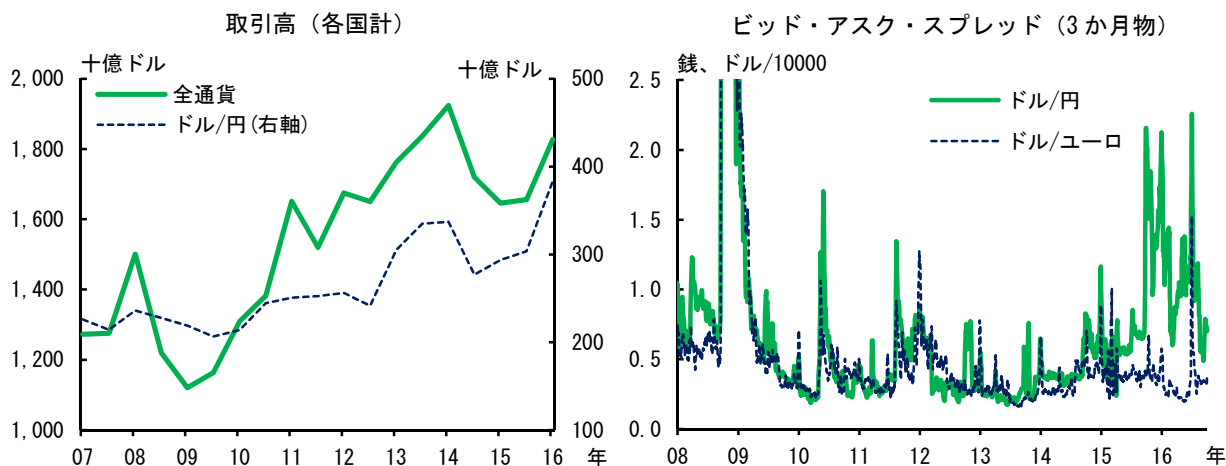


(注) 直近は16年9月30日。
(資料) Bloomberg

グローバルなドル調達プレミアム拡大の背景を改めて整理すると、第一に、ドル資金の需要面では、米国と他の先進国との金融政策の方向性の乖離を背景に、為替スワップ市場でのドル需要が強まっていることがある。第二に、ドル資金の供給面では、資源価格・新興国通貨下落を受けて、ドルの出し手である外貨準備等がその供給姿勢を慎重化させていることが指摘できる。第三に、金融規制の影響が挙げられる。例えば、レバレッジ比率規制は、グローバル金融機関のマーケットメイク活動を抑制している可能性があるほか、米国のMMF改革によって、短期ドル資金の出し手であるプライムMMFの残高が減少しており、これらはドル資金市場の需給をタイト化させる方向に作用しているものとみられる（この点についてはIV章3節も参照）。

為替スワップ市場の市場流動性指標をみると、全体として、悪化方向の動きが示唆されている。取引高をみると、円投の需要が強いドル/円については増加基調を維持しているが、市場全体をみると、2014年初め頃の水準をなお下回っている。また、ビッド・アスク・スプレッドは、グローバル金融機関のマーケットメイク姿勢が消極化する動きが一部でみられたことなどから、ドル/円を中心に一頃に比べ高止まっている（図表 II-1-14）。これまでのところ、アベイラビリティ自体に制約が生じる状況とはなっていないが、ドル資金の需要側・供給側の動きや、規制が市場に与える影響については、引き続き注視していく必要がある。

図表 II-1-14 為替スワップ市場の市場流動性



(注) 1. 取引高 (各国計) は、東京、ロンドン、ニューヨーク、シンガポール、シドニーの各市場における1営業日あたり平均取引高。各国市場間の取引の二重計上は調整されていない。直近は「16年4月」。
 2. ビッド・アスク・スプレッドは、各営業日について1時間ごとのビッド・アスク・スプレッドを平均し、その後方5日移動平均を取ったもの。時間足データが取得できなかった一部期間は日次データ(終値)で代用。直近は「16年9月30日」。

(資料) Bloomberg、各国外為市場委員会、日本銀行

2. 国内金融資本市場

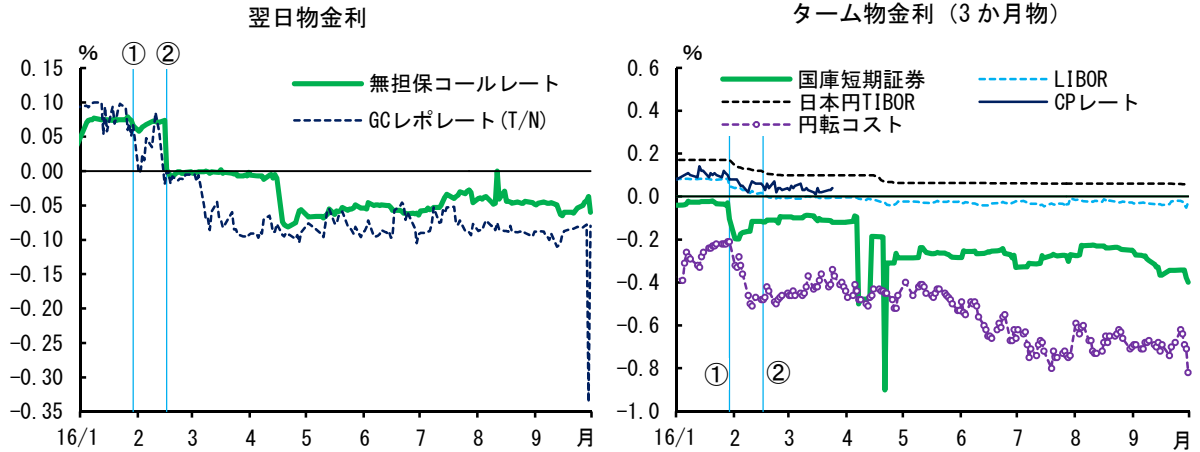
(1) 短期金融市場

短期金利は、日本銀行によるマイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入以降、翌日物、ターム物とも、ゼロ%近辺ないしマイナス圏で推移している。

翌日物金利をみると、無担保コールレート (O/N) は、2月積み期入り後、日銀当座預金へのマイナス金利適用が開始され小幅のマイナスで推移した後、4月積み期に入った4月18日以降、投資信託がマイナス金利での資金放出を開始したことを受け、マイナス幅を拡大させた。GCレポレート (T/N) は、国庫短期証券の発行入札等による振れを伴いつつ、概ね-0.10%をやや上回る水準で推移した。一方、ターム物レートは、投資家のキャッシュ潰しのニーズ等、その時々需給環境による振れを伴いつつ、全体としてみればゼロ%近辺ないしマイナス圏で推移した (図表 II-2-1)³。

³ CP (発行金利) については、2016年3月下旬以降、証券保管振替機構による統計の公表が中断されている。

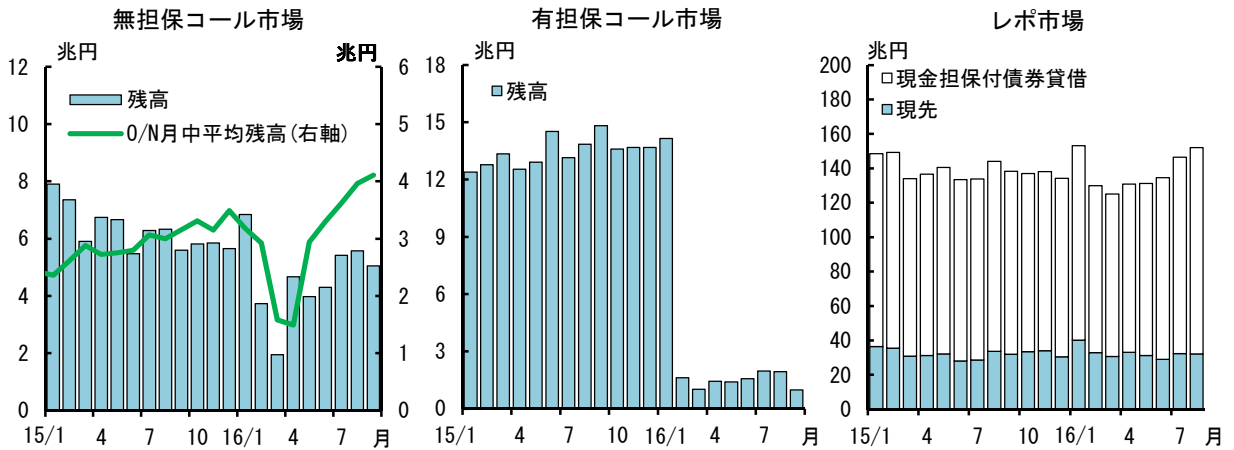
図表 II-2-1 短期金利



(注) 1. 翌日物金利の日付は決済日ベース。
 2. ①はマイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入決定時点。②はマイナス金利適用開始時点。
 3. 直近は「16年9月30日」(CPレートのみ「16年3月24日」)。
 (資料) Bloomberg、証券保管振替機構、日本証券業協会、日本相互証券、日本銀行

短期金融市場の残高をみると、無担保コール市場では、マイナス金利の適用以降、大幅に減少していたが、4月積み期以降は、投資信託が資金放出を開始したことに加え、マイナス金利へのシステム対応等を進めた一部大手行・地域銀行が資金調達を開始したことなどを受け、O/N物を中心に増加している。レポ市場でも、4月中旬以降、大手行がレポ市場での資金調達を本格的に再開したことなどから出来高が回復し、残高もごく緩やかに増加している。一方、有担保コール残高は、引き続き低水準で推移している(図表 II-2-2)。

図表 II-2-2 短期金融市場の取引残高



(注) 直近は、左図および中図は「16年9月」、右図は「16年8月」。
 (資料) 日本証券業協会、日本銀行

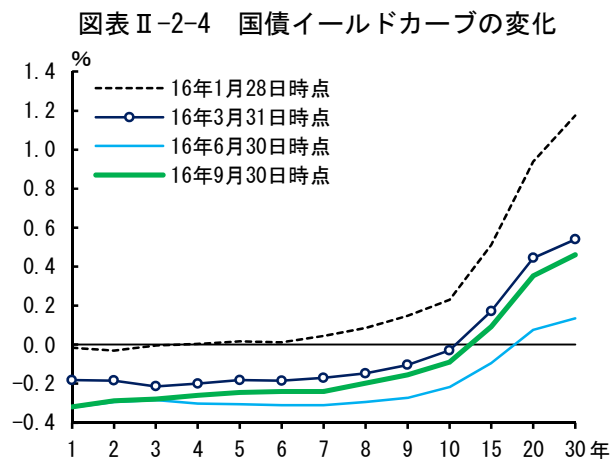
(2) 国債市場

長期金利は、6月下旬の英国国民投票の結果などを受けて、マイナス幅が一段

と拡大する場面がみられたが、その後9月にかけてマイナス幅は縮小した。国債イールドカーブの形状は、1月末以降、長期ゾーンの低下が比較的大きく、全体としてフラット化している。この間、日本銀行は、9月に長短金利操作付き量的・質的金融緩和の導入を決定した。その後の長期金利およびイールドカーブをみると、導入前と比べて大きな変動はみられていない（図表 II-2-3、図表 II-2-4）⁴。なお、この間の国債市場の売買動向を投資家別にみると、為替スワップ市場等において深めのマイナス金利で円資金を調達できる海外投資家が、日本国債への投資を継続していることから、引き続き買い越しの主体となっている。



（注）直近は [16年9月30日]。
（資料）Bloomberg



（資料）Bloomberg

国債市場の流動性・機能度

マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入以降、多くの指標が、国債市場の流動性が低下した状態にあることを示唆している。以下、国債市場の流動性を、取引高、値幅（ビッド・アスク・スプレッド）の狭さ、市場の厚さ、弾力性といった観点から確認する⁵。

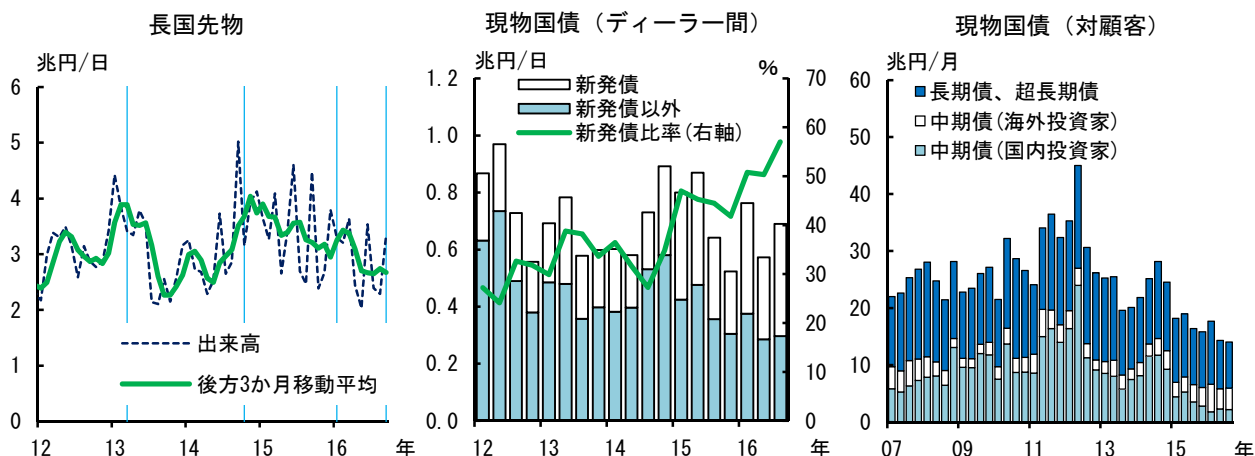
まず、取引高をみると、長国先物では、マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入後、一旦増加したが、その後は再びそれまでの緩やかな減少傾向に復して

⁴ 以下、本節の図表における縦線は、量的・質的金融緩和の導入時点（2013年4月4日）、量的・質的金融緩和の拡大時点（2014年10月31日）、マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入時点（2016年1月29日）、長短金利操作付き量的・質的金融緩和の導入時点（2016年9月21日）を示す。

⁵ 日本銀行金融市場局は、国債市場の流動性に関する諸指標を、概ね四半期に一度程度の頻度でアップデートし、本行ホームページ（<https://www.boj.or.jp/paym/bond/index.htm/#p02>）に掲載している。なお、国債市場の流動性指標に関する詳細は、次の論文を参照。黒崎哲夫・熊野雄介・岡部恒多・長野哲平、「国債市場の流動性：取引データによる検証」、日本銀行ワーキングペーパー、No.15-J-2、2015年3月。

いる。一方、現物取引をみると、ディーラー間の現物債取引は、新発債以外の取引が低水準となっているほか、証券会社の対顧客取引も、国内投資家との間の中期債（2、5年債）取引を中心に、水準を切り下げている（図表 II-2-5）。

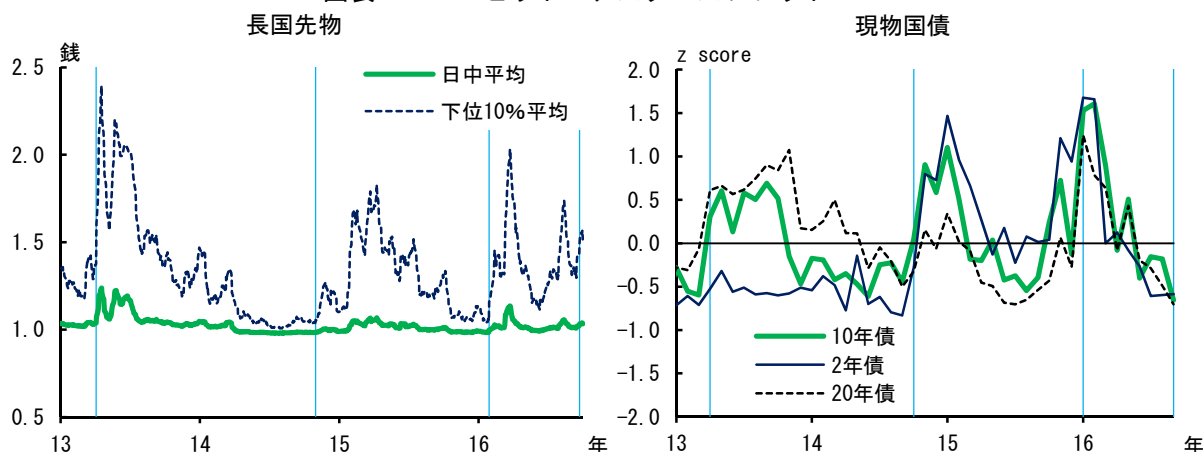
図表 II-2-5 国債市場の取引高



(注) 1. 現物国債（ディーラー間）は、日本相互証券の取引高。現物国債（対顧客）は、証券会社の対顧客取引における顧客のグロス購入額（ただし、顧客は、政府、日本銀行等を含まない）。
 2. 直近は、左図は「16年9月」、中図は「16年7～9月」、右図は「16年7～8月」。
 (資料) QUICK、大阪取引所、日本証券業協会

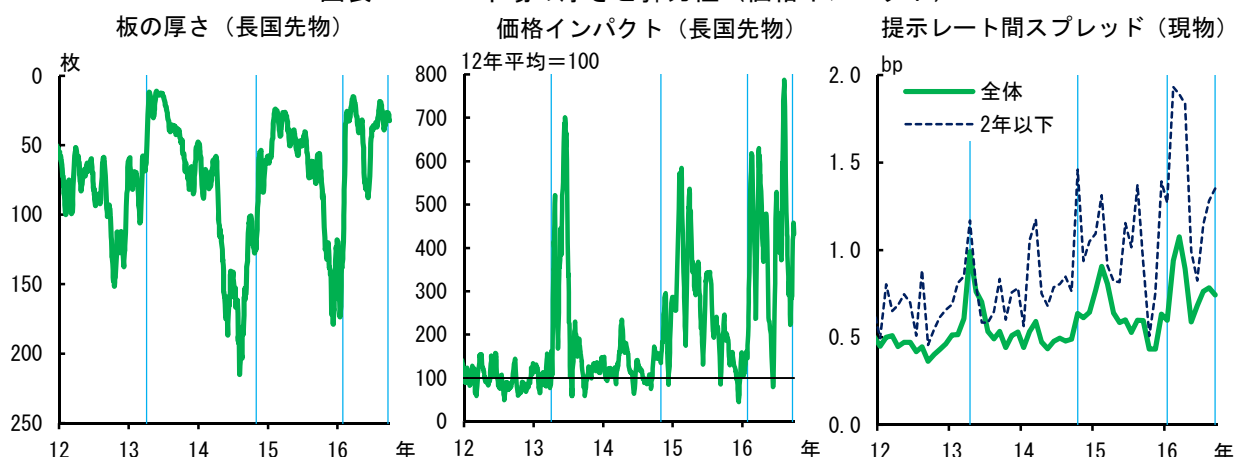
次に、ビッド・アスク・スプレッドをみると、長国先物は、下位 10%を中心に、なお高めの水準にある。現物国債についても、2014 年度後半以降、スプレッドの振れが大きくなっているように窺われる（図表 II-2-6）。また、市場の厚さと弾力性をみても、長国先物、現物市場のいずれの指標も、1 月末以降、市場流動性が低下していることを示唆している（図表 II-2-7）。

図表 II-2-6 ビッド・アスク・スプレッド



(注) 1. 長国先物は、1分毎のスプレッドから算出。下位 10%平均は、各営業日（1分足）について、スプレッドが大きい方から 10%分のデータを抽出し、平均したもの。後方 10 日移動平均。直近は「16年9月30日」。
 2. 現物国債は、2010 年以降の平均を差し引いて標準偏差で割ることで基準化したもの。直近は「16年9月」。
 (資料) Thomson Reuters Markets、日本経済新聞社「NEEDS」、日本銀行

図表Ⅱ-2-7 市場の厚さと弾力性（価格インパクト）



(注) 1. 左図は1分毎にベストアスクの枚数を計測し、各営業日毎にその中央値を示したものの。後方10日移動平均。直近は「16年9月30日」。

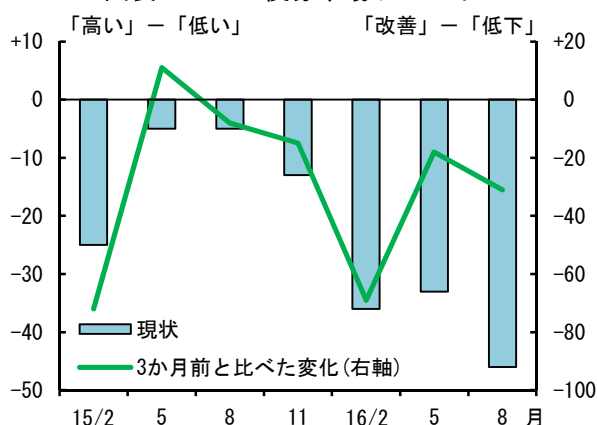
2. 中図の価格インパクトは、「1単位の取引で価格がどの程度変動するか」試算したものの。推計方法については、本文の脚注5の文献を参照。後方10日移動平均。直近は「16年9月30日」。

3. 右図は、スプレッドがきわめて大きいごく一部の取引を除外して計算。直近は「16年9月」。

(資料) エンサイドットコム証券、日本経済新聞社「NEEDS」、日本銀行

以上の動きを全体として評価すると、マイナス金利付き量的・質的金融緩和導入以降、多くの指標が、国債市場の流動性が低下していることを示唆している。この点、債券市場サーベイの機能度判断DIをみると、8月調査では、前回対比、機能度の低さを指摘する声が増えている（図表Ⅱ-2-8）。流動性指標についてはそもそも振れが大きく、これまでみてきた流動性指標の悪化が一時的なものにとどまるのかどうか、現時点では定かではないが、引き続き国債市場の流動性についてはきめ細かく点検していくことが必要と考えられる。

図表Ⅱ-2-8 債券市場サーベイ



(注) 1. 調査対象各社からみた債券市場の機能度。
2. 直近調査の調査時点は「16年8月8日～17日」。

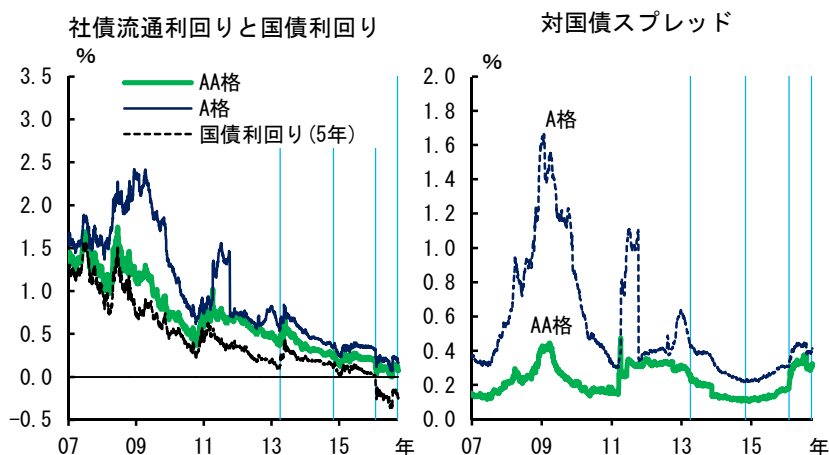
(資料) 日本銀行「債券市場サーベイ」

(3) クレジット・株式市場

社債の信用スプレッドは、全体として低い水準での推移が続いている（図表Ⅱ-2-9）。1月末以降、信用スプレッドの水準は幾分切り上がっているが、これは、

社債利回りが全体として低下するなかで、国債利回りがそれ以上のペースで急低下したことによるものであり、国債利回りのマイナス幅が縮小した8月以降、社債の信用スプレッドは再び縮小している。この間のCDSプレミアムの動きをみると、前年度後半に幾分拡大していた資源関連を中心に、縮小している（図表II-2-10）。

図表II-2-9 社債流通利回り

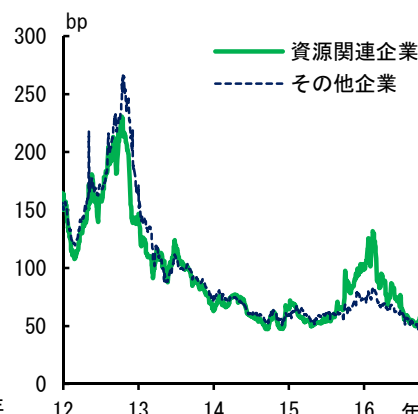


(注) 1. 残存年数3年以上7年未満の銘柄より平均流通利回りを算出。格付けは格付投資情報センターによる。

2. 直近は「16年9月30日」。

(資料) 日本証券業協会

図表II-2-10 CDSプレミアム



(注) 1. 資源関連企業は、商社、素材関連（鉄鋼・石油）企業の単純平均。その他企業は、直近で取引のあるそれ以外の企業すべての単純平均。

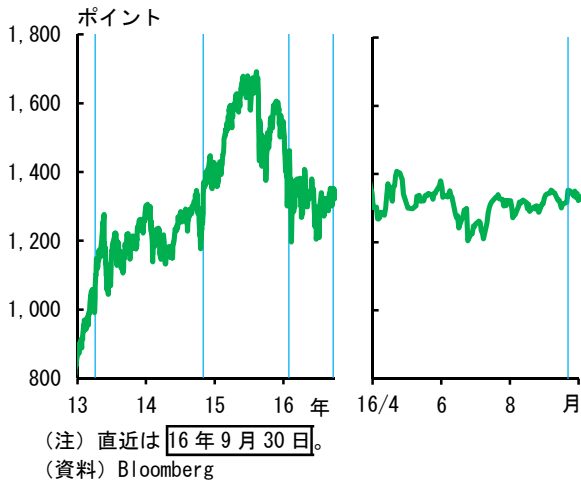
2. 直近は「16年9月30日」。

(資料) Bloomberg

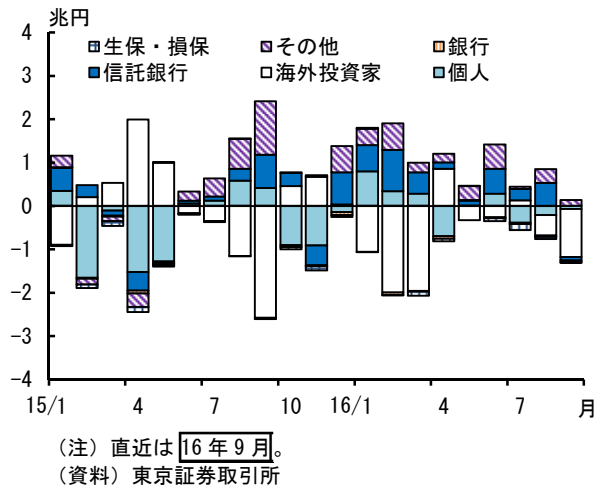
本邦株価は、6月上旬までは、振れを伴いつつも、概ね横ばい圏内で推移した。その後、英国国民投票やそれらを受けた為替円高の進行などを背景に、大きめに下落したが、7月中旬以降は、市場が落ち着きを取り戻すなかで回復しており、均してみれば、概ね横ばいとなっている（図表II-2-11）。

本邦株価のインプライド・ボラティリティは、英国国民投票直後のタイミングで、先行きの株価下落に対する警戒感もあって、一時的に大きめに上昇する場面もみられた（前掲図表II-1-1）。もっとも、こうした局面においても、実際に株式を大きく売り越す主体はみられなかった（図表II-2-12）。その後、市場が落ち着きを取り戻し、下落に対する過度な懸念は徐々に後退していったが、株価が明確な方向感を欠くなかで、明確な買い越しの動きもみられなかった。

図表Ⅱ-2-11 株価 (TOPIX)



図表Ⅱ-2-12 株式投資家別売買動向

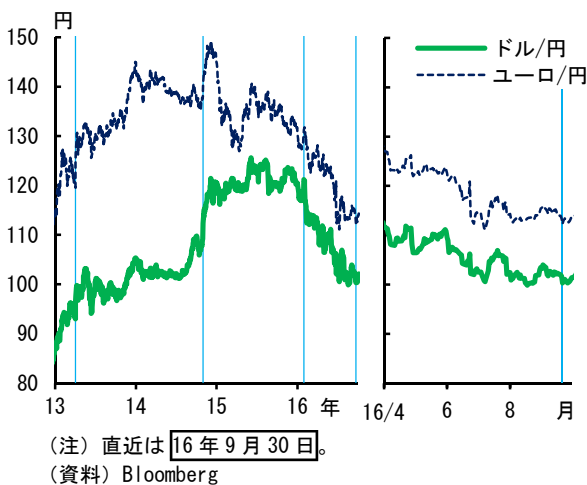


(4) 為替市場

ドル/円レートは、円高・ドル安方向の動きとなった(図表Ⅱ-2-13)。円相場のボラティリティは、6月末にかけて上昇し、その後も高めの水準で推移している(前掲図表Ⅱ-1-1)。

ドル/円レートは、英国国民投票の結果を受けて、米国の利上げペースが緩やかなものにとどまるとの見通しが強まったことなどから、円高・ドル安方向の動きが強まった。ユーロ/円についても、英国国民投票の結果を受け、安全通貨とされる円の需要が高まったことから、円高・ユーロ安方向の動きとなった。リスク・リバーサルをみると、ドル/円では、引き続き円高・ドル安への警戒感が続いている。ユーロ/円をみると、英国国民投票の前後で高まった円高警戒は和らぎつつあるものの、依然として円高・ユーロ安への警戒感が続いている(図表Ⅱ-2-14)。

図表Ⅱ-2-13 為替相場



図表Ⅱ-2-14 ドル/円、ユーロ/円のリスク・リバーサル



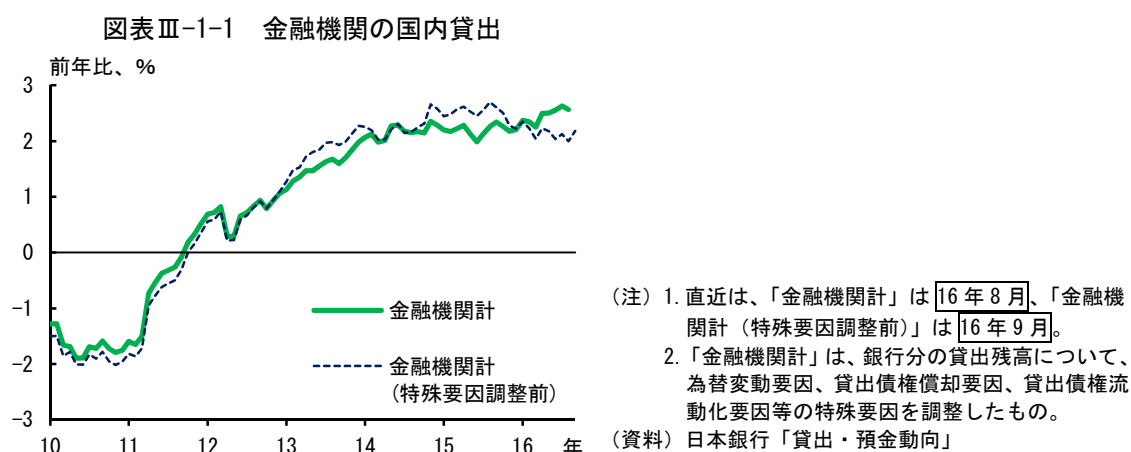
Ⅲ. 金融仲介活動の点検

本章では、主として 2016 年度上期中の情報に基づき、金融システムの機能度を点検する。最初に金融機関（銀行・信用金庫）の金融仲介活動と機関投資家の資金運用動向、次いで家計の金融資産運用動向を整理したあと、金融資本市場を通じる金融仲介の状況を評価する。最後に、これらの金融活動において過熱感の兆候がないか点検する。

1. 金融機関による金融仲介活動

(1) 国内貸出

金融機関の国内貸出の前年比は、2%程度のプラスで推移している（図表Ⅲ-1-1）。

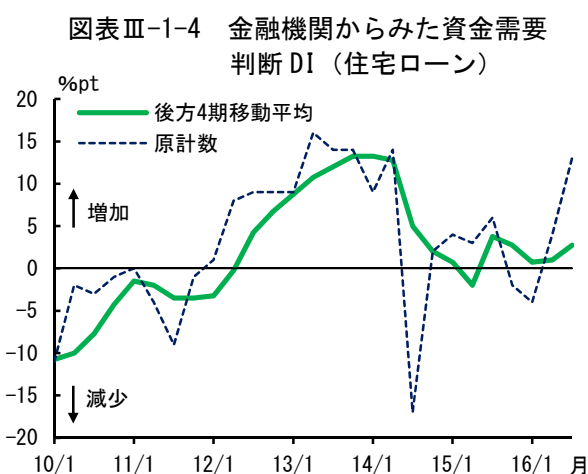
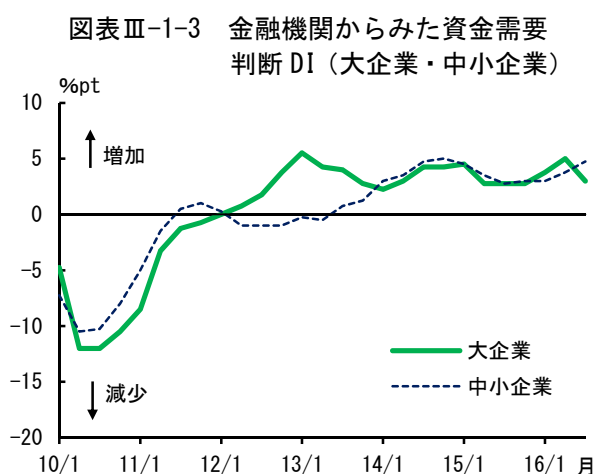
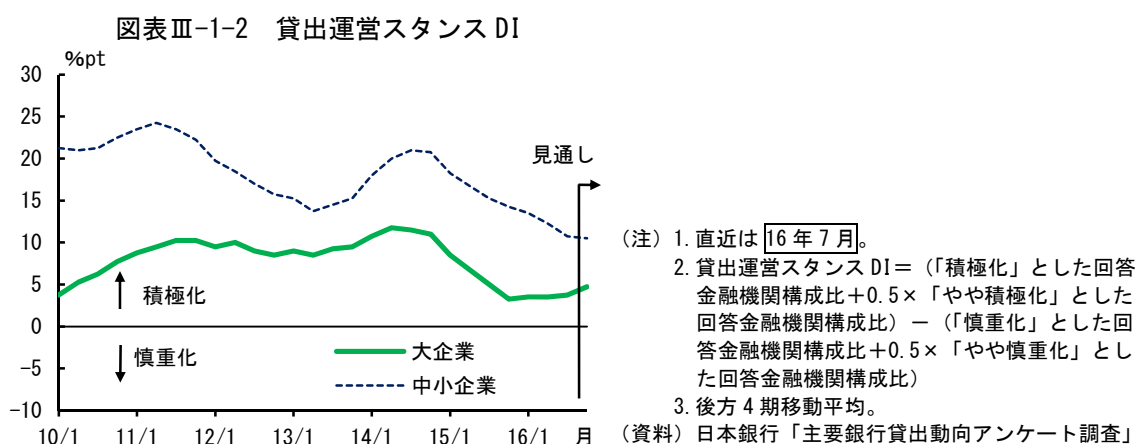


金融機関の融資姿勢と資金需要

金融機関の融資姿勢は、引き続き積極的である。大企業向けについては、大手行を中心に、非金利収益強化（為替、シンジケート・ローン関連手数料等）の観点もあって、貸出取引に引き続き積極的に取り組んでいる。M&A や内外事業展開等に伴う資金需要についても、外貨調達コストの上昇を意識しつつ、グループ会社とも連携して積極的に対応している。また、貸出金利が低下するなかで、利鞘が相対的に厚い劣後ローンなどに注力する動きもみられている。中小企業向けについても、自治体等による地方創生への協力、創業支援・事業の再生や承継・ビジネスマッチングなどの企業支援を継続しつつ、下位格付け先を含めた中小・地場企業向けの貸出に取り組んでいる。とくに地域金融機関は、自らの営業基盤を維持・強化していく観点から、地元の経済や企業の活性化に対する取り組みに

引き続き注力している。個人向けでは、住宅ローンへの取り組みを一段と強化する動きがみられるほか、比較的利鞘の厚いカードローン等の強化を図る動きも広がってきている。個人による貸家業向け貸出にも引き続き積極的である。この間、地方公共団体向けも引き続き増加しているが、採算性の低下から慎重なスタンスに転じる先もみられる。

こうしたもとで、金融機関の貸出運営スタンス DI は、一頃に比べて幅は縮小しているものの、「積極化」超の状況が続いている（図表 III-1-2）。



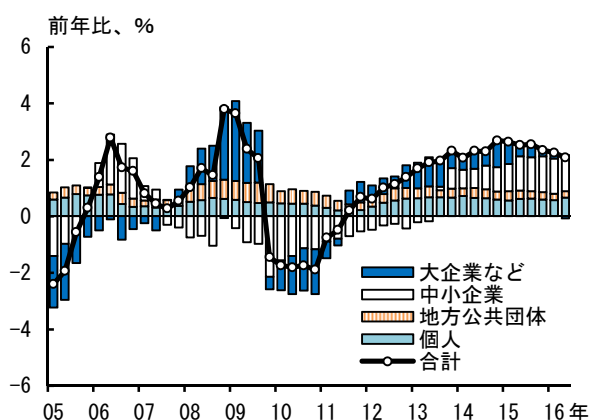
資金需要は、全体として緩やかに増加している。企業部門は、全体として潤沢な手元資金を抱えている状況に変わりはないが、引き続き、M&A 関連や設備投資向けの資金需要が緩やかに増加している（図表 III-1-3）。金利が低水準で推移するもとで、財務体質の改善等を企図したハイブリッド・ファイナンス（劣後ロ

ーン等) に対する需要や、中長期の固定借入に対する需要も増加している。家計部門をみると、中心を占める住宅ローン向けの資金需要は、全体としてみれば増加している(図表 III-1-4)⁶。貸家業関連の資金需要は引き続き旺盛である。

貸出増減の借入主体別内訳

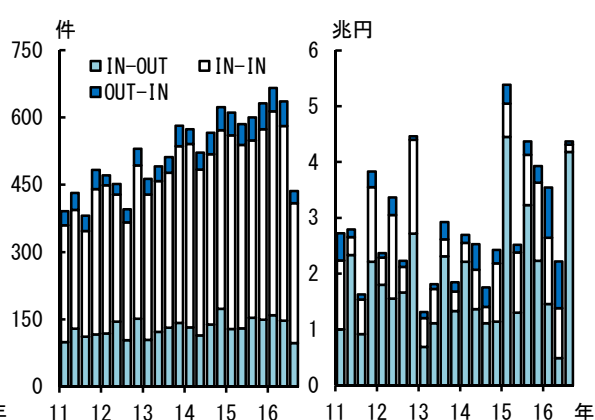
金融機関貸出は、企業向けを中心に増加を続けている。借入主体別にみると、企業向けは、大企業向けが小幅の減少に転じた一方、中小企業向けは前期並みの伸びを続けた(図表 III-1-5)。個人向けは、小幅に伸びを高めた。地方公共団体向けは、前期並みの伸びとなった。

図表 III-1-5 金融機関の借入主体別貸出



(注) 直近は「16年6月末」。海外円借款、国内店名義現地貸は除く。
(資料) 日本銀行

図表 III-1-6 日本企業関連 M&A



(注) 直近は「16年7~8月」。IN-OUTは日本企業による海外企業の買収案件。IN-INは日本企業による日本企業の買収案件。OUT-INは海外企業による日本企業の買収案件。
(資料) レコフ

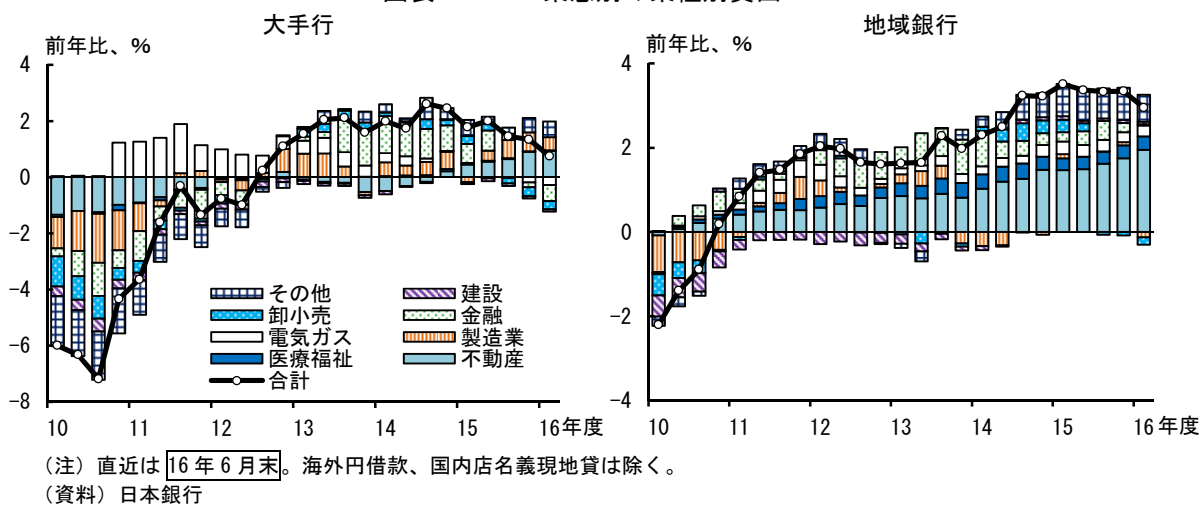
企業向け貸出を規模別にみると、大企業向けは、外貨建て貸出(外貨インパクトローン)の円換算値が為替円高を受けて減少したことなどから、小幅の減少に転じた。もっとも、外貨インパクトローンは、為替変動の要因を除いてみれば、M&A 関連貸出を中心に増加基調を続けている。日本企業による M&A は、海外企業を買収対象とするクロスボーダーM&A (IN-OUT)、国内 M&A (IN-IN) のいずれについても、活発な地合いが続いている(図表 III-1-6)。中小企業向けは、設備投資資金、運転資金のいずれも増加を続けている。

業種別にみると、不動産業、製造業、医療・福祉業、運輸業やリース業など、幅広い業種で貸出が増加している(図表 III-1-7)。一方、卸・小売業向けは、資源価格が低迷するもとの、資源開発関連の設備資金や輸入業者等の運転資金需要が減少していることなどから、減少を続けている。また、金融業向けについては、

⁶ 図表 III-1-4 における DI の大幅な上昇には、借り換えの増加も寄与しているとみられる。

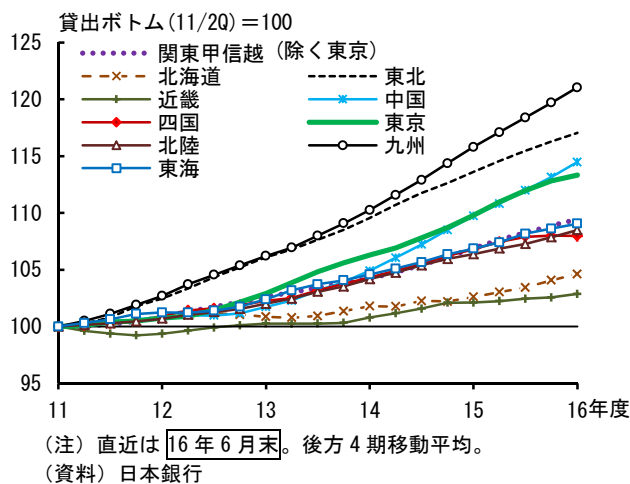
証券業において株式の信用取引が低調となっていることなどを反映し、減少に転じている。

図表Ⅲ-1-7 業態別の業種別貸出

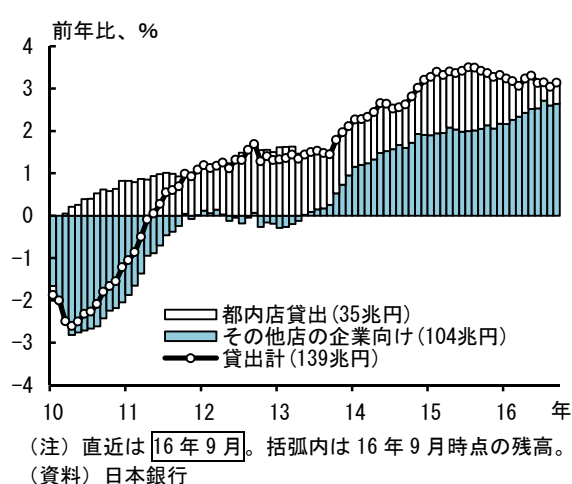


地域別にみると、九州、東北、中国等、幅広い地域で貸出が伸びている（図表Ⅲ-1-8）。地域銀行では、大企業向けのシンジケート・ローンを含む都内店での貸出の伸びが低下する一方、地元企業向けは伸びを高めている（図表Ⅲ-1-9）。

図表Ⅲ-1-8 銀行の地域別貸出



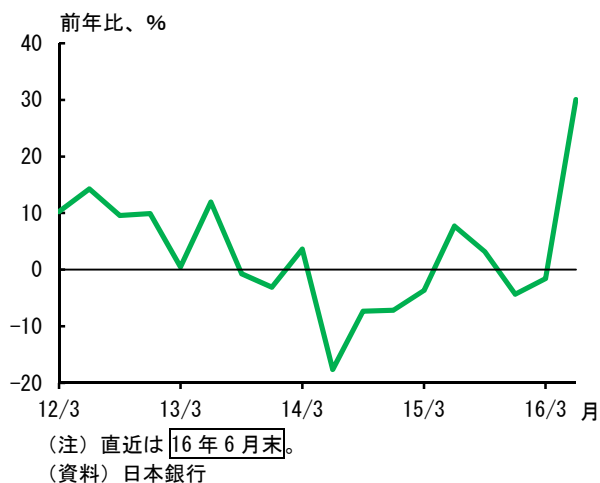
図表Ⅲ-1-9 地域銀行の企業向け貸出



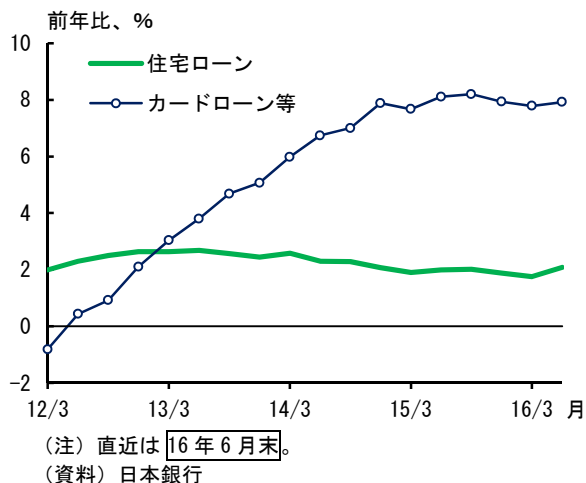
個人向け貸出をみると、住宅ローンの新規実行額は、マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入後、借り換えの急増もあって、大幅に増加している（図表Ⅲ-1-10）⁷。住宅ローンの残高は、伸び率を幾分高めている。カードローンの残高は、高めの伸びを続けている（図表Ⅲ-1-11）。

⁷ 統計上、他行からの借り換え等については、新規実行額に計上される。

図表Ⅲ-1-10 住宅ローンの新規実行額



図表Ⅲ-1-11 個人向けの貸出残高



不動産業向け貸出の動向

不動産業向け貸出は、伸びを一段と高めており、全産業向けを上回るペースで増加を続けている（図表Ⅲ-1-12）。実額でも、不動産業向け貸出の総額は、過去最高を更新している。業態別にみると、大手行の貸出の伸びは、高めの水準にあるが、2016年度入り後は横ばいとなっている。地域金融機関は、伸びを高めている（図表Ⅲ-1-13）。

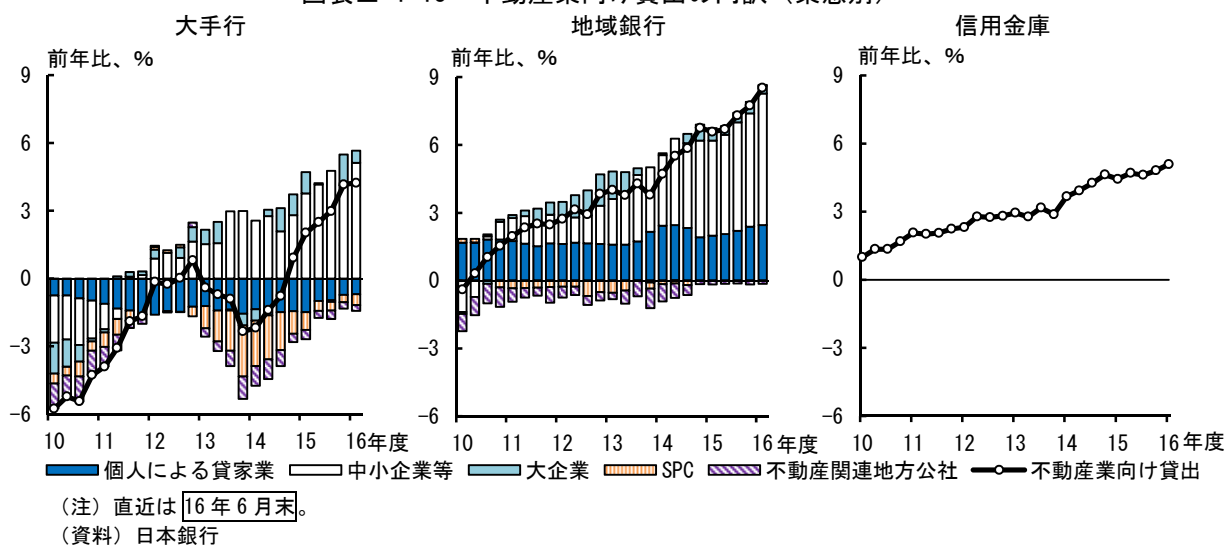
図表Ⅲ-1-12 金融機関の不動産業向け貸出



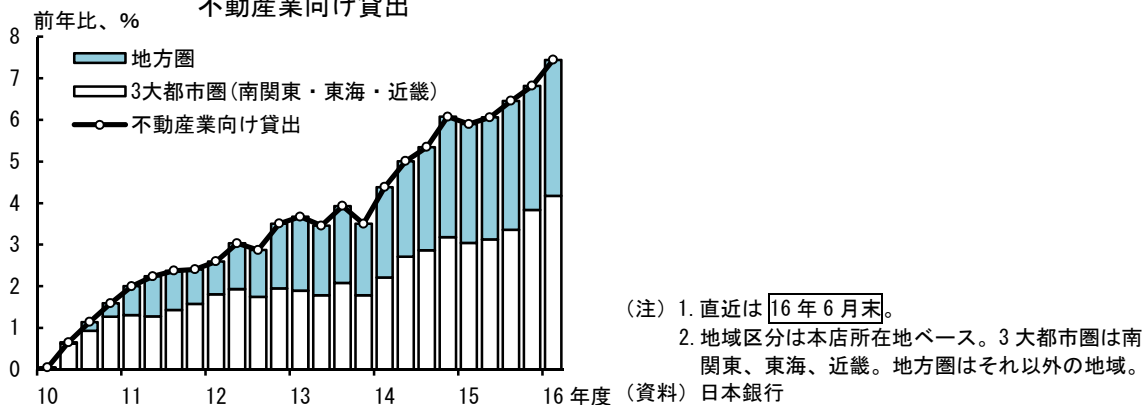
大手行は、低金利環境や内外の経済情勢などに起因する上下双方のリスクを意識しつつ、J-REITや大手不動産デベロッパー等の資金需要に引き続き積極的に対応している⁸。地域金融機関では、個人の資産管理会社や地場の不動産業者など、中小企業の貸出不動産向け貸出を引き続き積極化させている。地域別にみると、三大都市圏（南関東・東海・近畿）に加え、地方圏においても伸びを高めている（図表Ⅲ-1-14）。

⁸ 図表Ⅲ-1-13において、J-REITは中小企業等に含まれる。

図表Ⅲ-1-13 不動産業向け貸出の内訳（業態別）



図表Ⅲ-1-14 地域金融機関による地域別の不動産業向け貸出



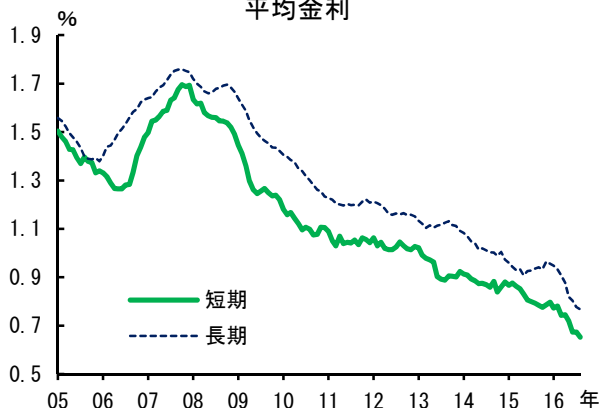
貸出金利と預金金利の動向

日本銀行が金融緩和政策を進めるもとで、金融機関の国内貸出金利は、低下を続けている。新規貸出約定平均金利は低下し、既往ボトム圏内で推移している（図表Ⅲ-1-15）。

このうち、企業向けの貸出金利は、TIBOR等のベースレートの低下や、金融機関間の競争激化、企業の財務状態や事業内容の改善などを背景に、低下を続けている（図表Ⅲ-1-16）。住宅ローンについても、貸出金利は一段と低下している（図表Ⅲ-1-17）。

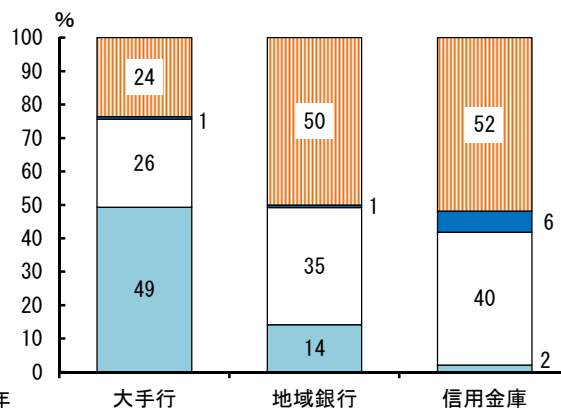
こうした金利動向のもとで、採算性が低下した貸出を抑制しつつ、劣後ローンや下位格付け先を含めた中小・地場企業向け貸出、さらにはカードローンへの取り組みを積極化するなど、利鞘の拡大を指向する動きもみられる。また、貸出期間のより長い固定金利貸出へシフトする動きも進行している。

図表Ⅲ-1-15 国内銀行の新規貸出約定平均金利



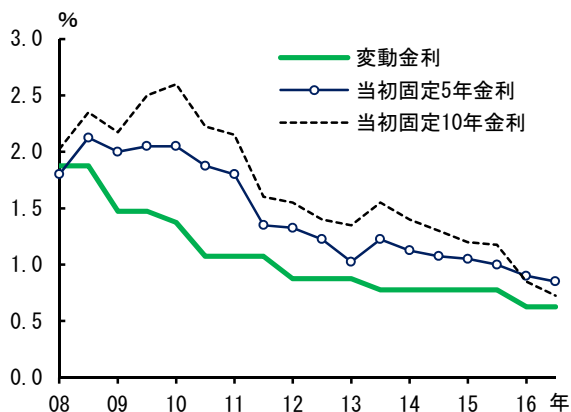
(注) 直近は「16年8月」。後方6か月移動平均。
(資料) 日本銀行「貸出約定平均金利」

図表Ⅲ-1-16 貸出金利構成



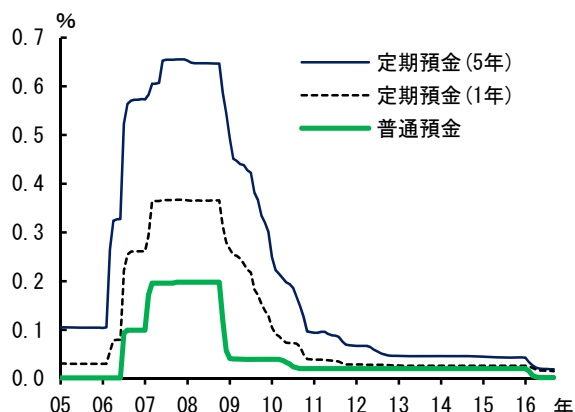
(注) 1. 「16年6月末時点」。
2. 市場金利連動貸出は、短期市場金利(TIBOR等)に連動した貸出。
(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-1-17 大手行の住宅ローン金利



(注) 1. 集計対象は、みずほ銀行、三菱東京UFJ銀行、三井住友銀行、りそな銀行、埼玉りそな銀行、三井住友信託銀行。各年の4月、10月。
2. 金利優遇を勘案した金利。中央値。
3. 直近は「16年10月」。
(資料) 各社開示資料、ニッキンレポート

図表Ⅲ-1-18 預金金利



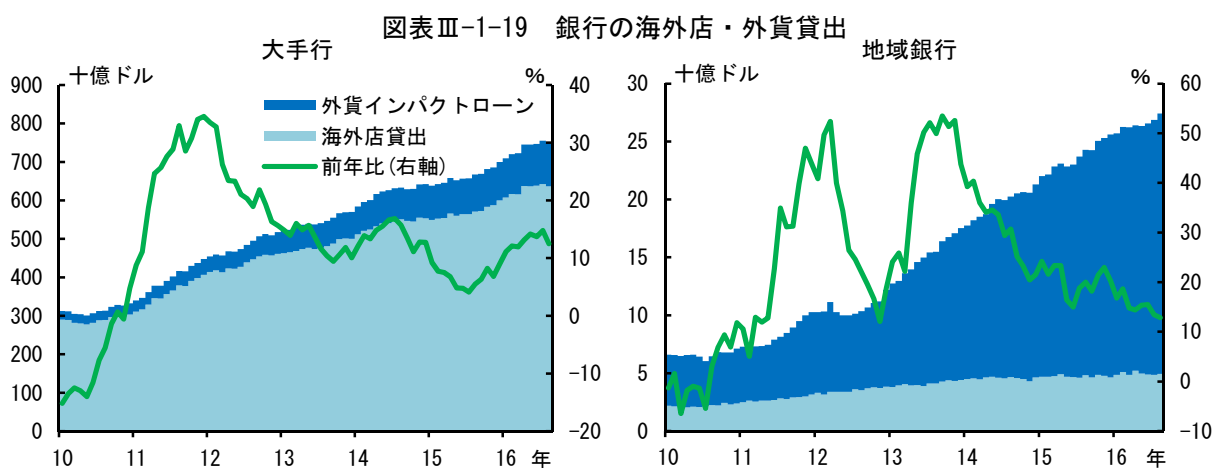
(注) 定期預金金利は、店頭表示金利の単純平均。
直近は「16年9月26日」。
(資料) 日本銀行

金融機関は、スプレッド貸出等の基準となる市場金利がマイナス化するケースが生じるもとの、貸出実務に関する対応を進めている。もっとも、システム面等でマイナス金利に対応していない部分が残っているほか、金融機関と事業会社等との間では貸出金利の下限の扱いに関する調整が続けられているなど、事務負担が増大している。こうしたマイナス金利環境への対応については、なお相応の時間とコストがかかると見込まれるため、引き続きその動向を確認していく必要がある。

預金金利(定期預金・普通預金)はきわめて低い水準で推移している(図表Ⅲ-1-18)。大手行、地域銀行とも、普通預金金利はゼロ近傍まで低下している。

(2) 海外貸出

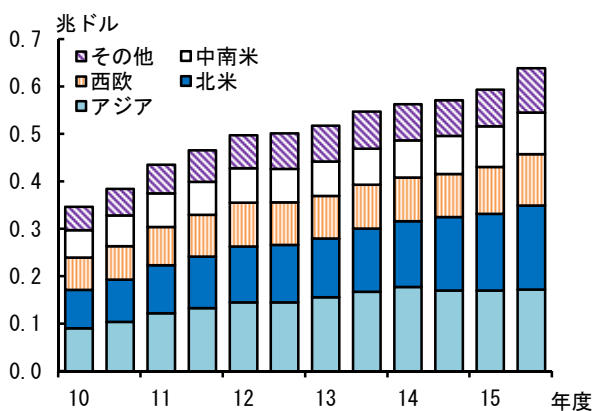
銀行の海外貸出は、北米など先進国向けを中心に、高めの伸びを続けている（図表 III-1-19、図表 III-1-20）。ドルベースでみた貸出の伸びは、大手行、地域銀行ともに前年比+13%程度（実額では大手行同+800億ドル程度、地域銀行同+30億ドル程度）となっている。大手行の貸出を地域別にみると、堅調な北米向けが全体の伸びを牽引しており、欧州向けについても、M&A 関連与信等が底堅く推移するなか、増加している。一方、アジア向けは、経済成長の減速等から資金需要が弱含むなかで、地場銀行等との競合が強まっていることもあり、横ばい圏内の動きにとどまっている。こうしたもとで、国際与信市場における邦銀のシェアをみると、全体としては米国を中心に上昇を続けているが、これまで上昇を続けてきたアジアについては、このところ横ばいとなっている（図表 III-1-21）。



- (注) 1. 直近は「16年8月」。
 2. 海外店貸出は、一部海外店勘定の外貨インパクトローンを含む。
 3. 外貨インパクトローンは、金融機関が居住者に対して行う外貨建て貸出。
 4. 前年比は、外貨インパクトローンと海外店貸出の合計の伸び率。

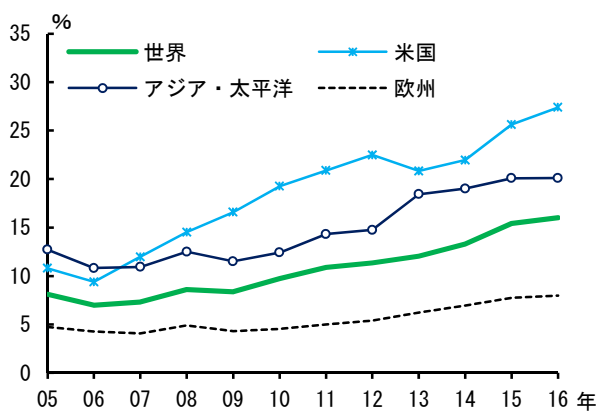
(資料) 日本銀行

図表 III-1-20 3メガ行の地域別海外貸出残高



- (注) 直近は「16年3月末」。
 (資料) 各社開示資料

図表 III-1-21 邦銀の地域別国際与信シェア

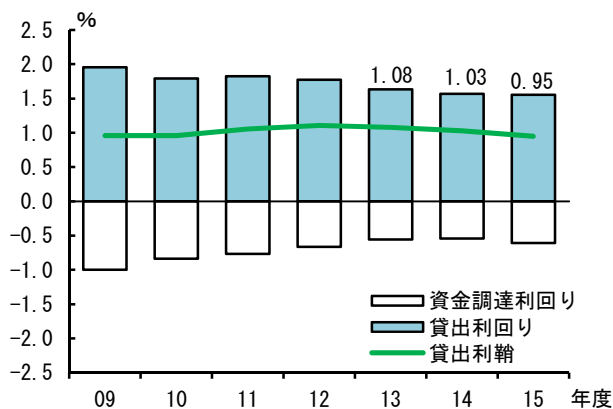


- (注) 1. 各年の12月末。直近は「16年3月末」。
 2. 国際与信の民間非銀行部門向け。最終リスクベース。

(資料) BIS "Consolidated banking statistics"

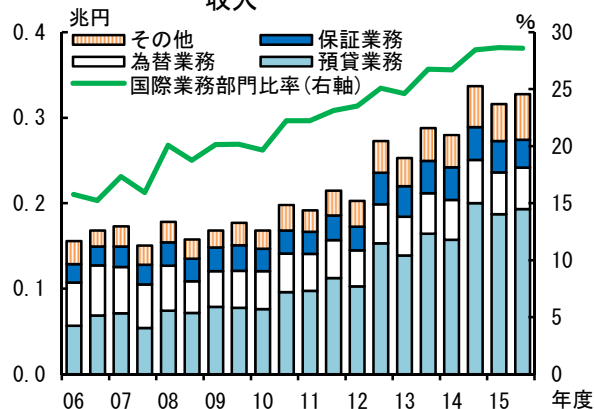
銀行の海外への積極展開の姿勢は基本的に変わっていないが、信用力、収益性の両面で融資の審査を慎重に行う動きがみられている。銀行は、本邦企業のグローバル展開を支えるとともに、長い目でみて高い成長力が期待される海外諸国の金融ニーズを取り込み、国際的な営業基盤を構築していく観点から、新たな貸出機会の開拓、貸出をベースとした優良取引先との関係深化に取り組んでいる。アジアを中心とする新興国についても、中期的な潜在力に対する期待は引き続き強く、海外の銀行等に対する買収・出資等を通じて、海外ネットワークや現地での金融サービスの拡充に取り組む姿勢に変化はみられていない。もっとも、新興国経済の減速や資源価格の低迷等を背景に、融資実行時の信用力の審査や中間管理等を慎重に行う動きが窺われる。また、外貨調達コストの上昇や優良貸出先を巡る競争の強まり等を背景に貸出利鞘が縮小していることもあり、採算性の審査を厳格化することによって、収益性確保を図る動きも一部ではみられている（図表 III-1-22）。こうしたなか、大手行では、貸出以外のビジネスを含めた総合的な採算性を高める観点から、グループ証券会社等との協働等を通じて、取引先との関係深化、手数料収入の増強に注力している（図表 III-1-23）。

図表 III-1-22 大手行の国際業務部門貸出利鞘



(注) 利鞘の計算に当たっては、調達費用から金利スワップ支払利息を除いている。
(資料) 日本銀行

図表 III-1-23 大手行の国際業務部門の手数料収入



(注) 1. 直近は「15年度下期」。
2. 国際業務部門比率は、役員取引等収益全体に占める国際業務部門の割合。
(資料) 日本銀行

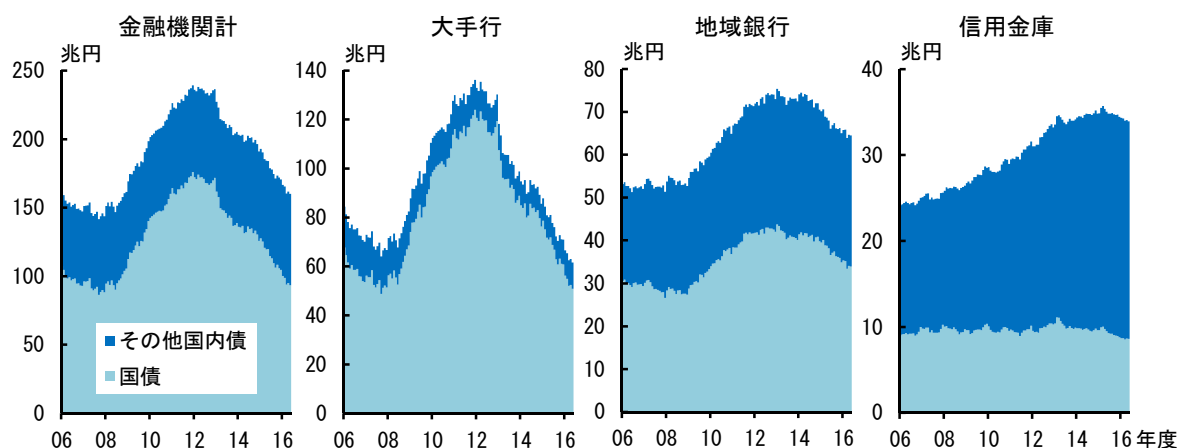
(3) 有価証券投資

金融機関の円債投資残高は、時系列的にみると地域金融機関を中心になお高い水準にあるものの、全体としては減少傾向を辿っている。金融機関は外債や投資信託などによる運用残高を一層積み増しつつ、リスクテイクを強めていく姿勢を継続している。

金融機関の円債残高（国債、地方債、社債等）は、日本銀行が大量の国債買入れを継続するもとで減少傾向を辿っているが、地域銀行や信用金庫の残高を時

系列的にみると、引き続き高い水準にある（図表 III-1-24）。これまでの金融機関の投資スタンスをみると、国債利回りが長期ゾーンまでマイナス化したことで、既に保有している国債について、①資金利益の確保や評価益の温存、②日銀当座預金残高の積み上がり抑制のため、売却を控える傾向がみられている。また、新たに国債を購入する場合には、より残存期間の長い銘柄を積み増すことでリスクテイクを図る動きもみられている。業態別にみると、大手行での減少が継続しているほか、地域銀行も漸減傾向にある。地域銀行や信用金庫は、長期国債の利回り低下を受けて国債保有を減らす一方、相対的に利回りの高い地方債や社債を積み増している。

図表 III-1-24 金融機関の円債残高



(注) 1. 直近は16年8月末。
2. 国内店と海外店の合計。末残ベース。
(資料) 日本銀行

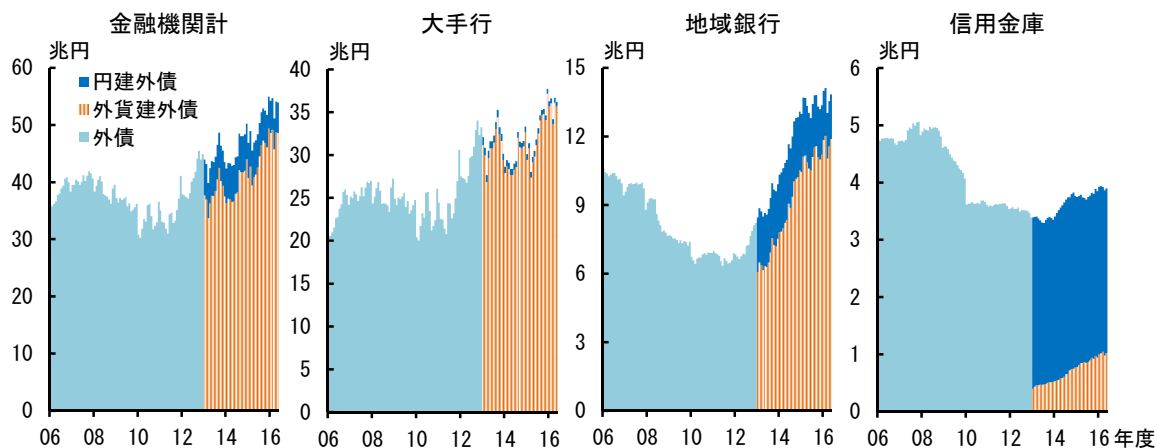
金融機関の外債残高（円換算ベース）は増加傾向を辿っているが、英国の EU 離脱問題等を受けた国際金融資本市場における変動の拡大や外貨調達コストの上昇に伴い、一時的に投資を抑制する動きもみられる（図表 III-1-25）。業態別にみると、大手行や地域銀行では、本年入り直後に残高を積み上げた後は横ばい圏内の動きとなっている。信用金庫の外債投資は引き続き円建て外債が中心であるが、外貨建て外債も増加している。

金融機関の投資信託等の残高は、引き続き増加している。業態別にみると、大手行では国際金融資本市場の変動の拡大を受けて投資をやや抑制する動きがみられるが、地域金融機関では、株式投資信託、不動産投資信託（REIT）、内外の債券ラダー型ファンドなど、多様なリスクファクターの投資信託等を増加させている（図表 III-1-26）。

この間、金融機関は、企業との取引関係を重視して保有する株式（いわゆる政策保有株式）の削減を進めていることから、金融機関の保有する株式は緩やかな減少傾向が続いている（図表 III-1-27）。また、3メガFGを含む大手行は、今後5年程度で、政策保有株式の残高が自己資本の一定割合に収まるように削減するな

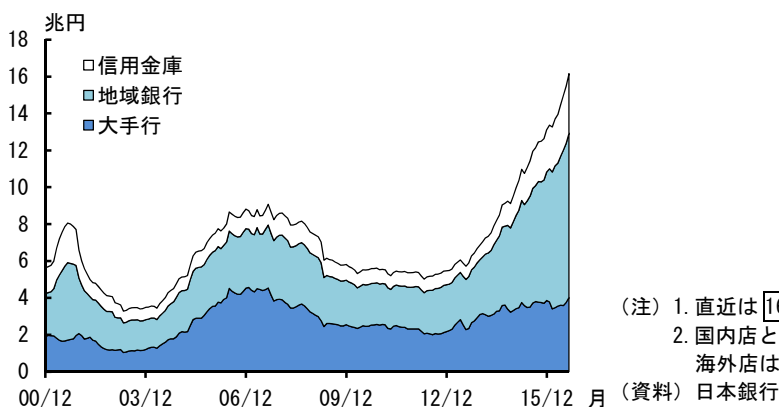
どの方針を示しており、方針に沿った取り組みを進捗させている。地域銀行でも政策保有株式の保有にかかる方針の開示が進んでいる。

図表Ⅲ-1-25 金融機関の外債残高



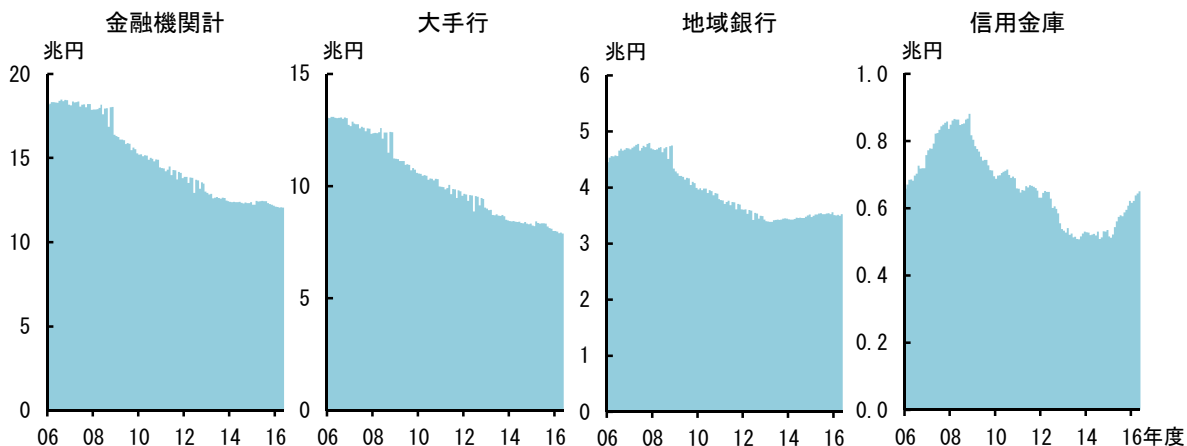
(注) 1. 直近は「16年8月末」。
 2. 「外債」は、「外貨建外債」と「円建外債」の合計。2010年3月以前は「外国証券」。
 3. 国内店と海外店の合計。末残ベース。
 (資料) 日本銀行

図表Ⅲ-1-26 金融機関の投資信託等残高



(注) 1. 直近は「16年8月末」。
 2. 国内店と海外店の合計。国内店は平残ベース、海外店は末残ベース。
 (資料) 日本銀行

図表Ⅲ-1-27 金融機関の株式残高



(注) 1. 直近は「16年8月末」。
 2. 取得価額または償却価額ベース（簿価ベース）。
 3. 国内店と海外店の合計。ただし、大手行は国内店。末残ベース。
 4. 外国株式は含まない。
 (資料) 日本銀行

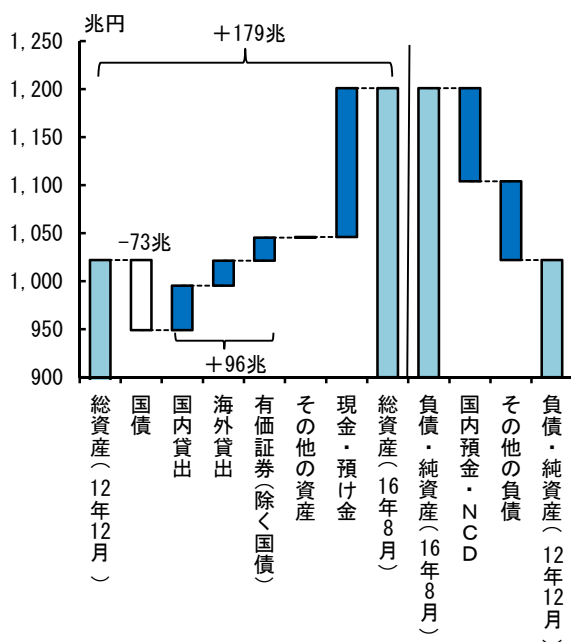
(4) 金融機関バランス・シートの変化

以上の貸出、有価証券投資動向のもとで、金融機関のバランス・シートの拡大と（国債以外の）リスク性資産の増加が続いている。

金融機関の資産・負債総額は、量的・質的金融緩和導入前の2012年12月から2016年8月までに、+179兆円増加した（図表III-1-28）。内訳をみると、資産サイドでは、日銀当座預金を中心とする「現金・預け金」の増加が最も大きい。もっとも、その他の資産項目では、「国債」が-73兆円減少する一方、「国内貸出」、「海外貸出」、「有価証券（除く国債）」が+96兆円の増加となっており、「国債（円金利リスク）から他のリスク性資産（信用、株式関連、海外金利リスクなど）へのポートフォリオ・リバランス」が進んでいる。

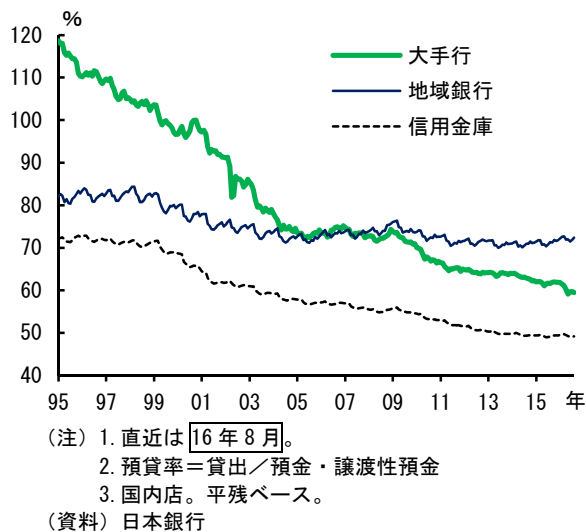
この間、金融機関の国内預貸率は低下傾向が続いているが、とりわけ大手行では、マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入以降、法人預金の増加の影響等から、低下傾向が一段と進んでいる（図表III-1-29）。

図表III-1-28 金融機関の資産・負債の変化



(注) 国内店と海外店の合計。国内店は平残ベース、海外店は末残ベース。
(資料) 日本銀行

図表III-1-29 金融機関の国内預貸率



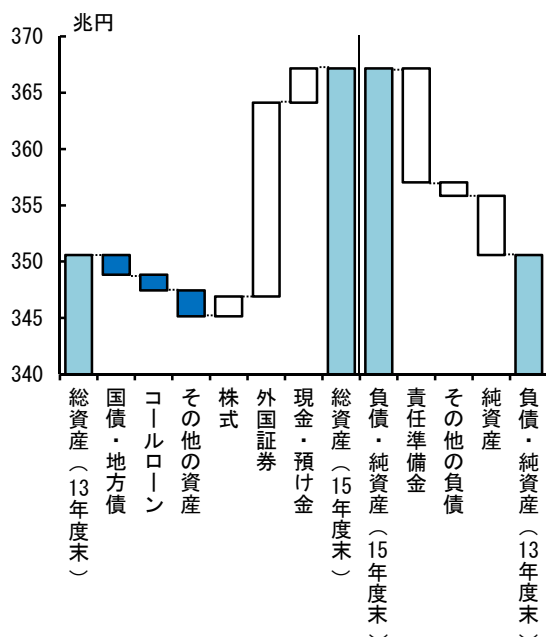
2. 機関投資家等の資金運用動向

マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入以降、機関投資家（生命保険会社・公的年金など）や市場運用を中心とする預金取扱機関（ゆうちょ銀行・系統上部

金融機関など)において、外債等のリスク性資産を積み増す傾向が一段と強まっている。

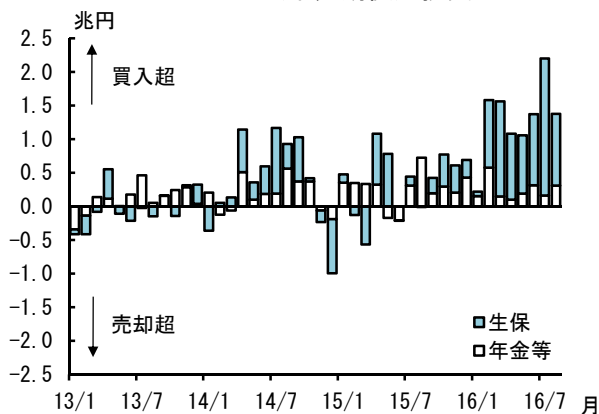
生命保険会社は、国内金利が一段と低下するなか、ヘッジ付き外債など海外資産の積み増しや、相対的に高い成長が見込まれる分野への投資(ファンド投資等)など、運用収益確保のための取り組みに注力している(図表 III-2-1、図表 III-2-2)。特にマイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入以降は、外貨建て貯蓄性商品の販売を推進していることもあり、海外資産を積み増す傾向が一層強まっている。運用資産の大半を占める超長期国債については、今年夏場にかけて金利低下観測が強まった局面において、資産・負債のデュレーション・ミスマッチの縮小を企図して中長期国債から超長期国債へ前倒しで乗り換える動きがみられた。もっとも、総じてみれば、円建て貯蓄性商品の販売を抑制する動きが広がっていることもあり、各社とも、超長期国債の新規買い入れを抑制する姿勢を示している。ゆうちょ銀行・系統上部金融機関など市場運用を中心とする預金取扱機関は、金利の一段の低下を受けて、国内債から外債等のリスク資産に投資先をシフトする動きを継続している(図表 III-2-3)。年金の動向をみると、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は基本ポートフォリオに向けたリバランスをほぼ終えているとみられるが、その他の公的年金では、国内債券比率を引き下げ、国内外株式比率を高める動きがなお続いている(図表 III-2-4)。企業年金は、総じて安全性を重視した運用姿勢を維持しているが、積立不足額が拡大するなか、国内債券比率を引き下げ、ファンド投資等のオルタナティブ資産の積み増しを図るなど、運用収益確保のための取り組みも引き続きみられている。

図表 III-2-1 生命保険会社の資産・負債の変化



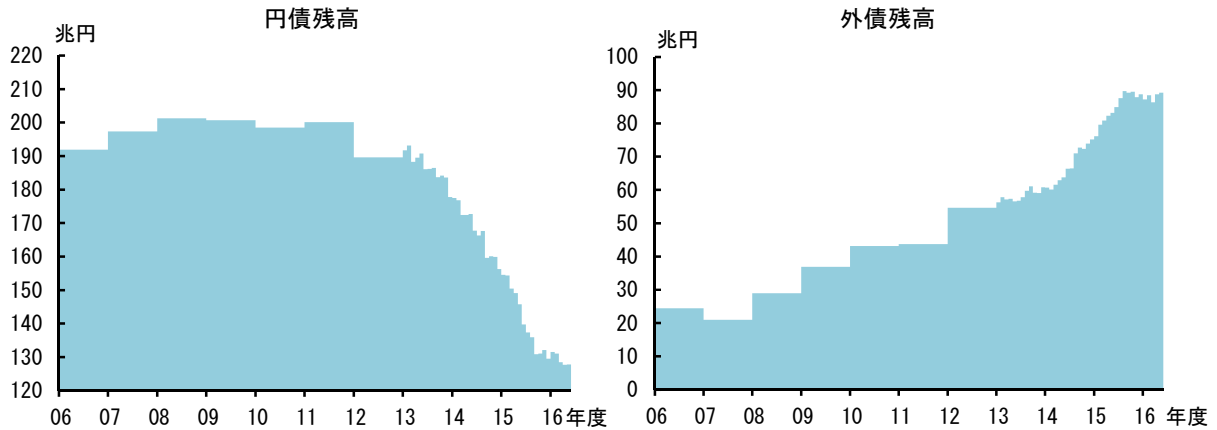
(資料) 生命保険協会

図表 III-2-2 生保・年金等の対外証券(中長期債)投資



(注) 1. 「年金等」は、銀行等及び信託銀行の信託勘定。
 2. 直近は 16年8月。
 (資料) 財務省

図表Ⅲ-2-3 ゆうちょ銀行・系統上部金融機関の円債・外債残高



(注) 1. 直近は「16年8月末」。

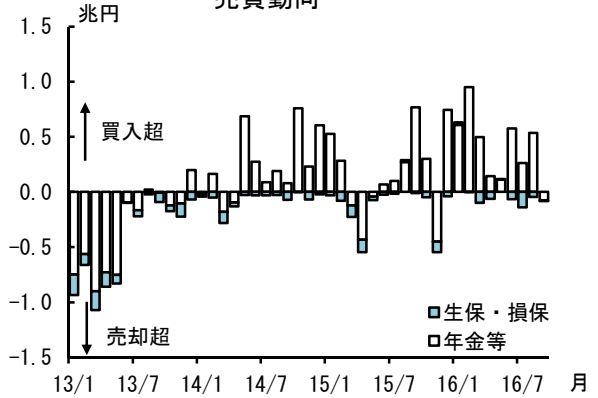
2. ゆうちょ銀行、信金中央金庫、全国信用協同組合連合会、労働金庫連合会、農林中央金庫の合計。

3. 末残ベース。12年度以前の値は年度末の値。

(資料) 日本銀行

マイナス金利付き量的・質的金融緩和導入以降の長短金利のマイナス化は、投資信託の運用動向にも影響を及ぼしている（図表Ⅲ-2-5）。特に、短期金融市場での運用を主体とするマネー・マネージメント・ファンド（MMF）では、早期償還の動きが広がっている。MMFの純資産残高は、2015年末の1.6兆円から2016年8月末の0.4兆円へと急減している。また、マネー・リザーブ・ファンド（MRF）は、有価証券やコール市場におけるプラス金利での運用が難しくなっていることから、運用資産の90%超が信託銀行の金銭信託となっている。

図表Ⅲ-2-4 生保・損保、年金等の株式売買動向

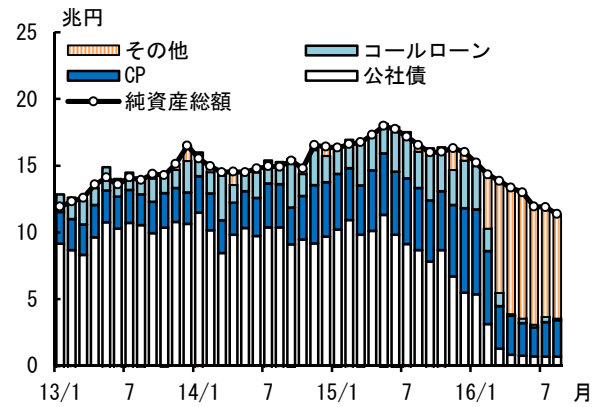


(注) 1. 「年金等」は、信託銀行の銀行勘定及び信託勘定。

2. 直近は「16年9月」。

(資料) 東京証券取引所

図表Ⅲ-2-5 公社債投信の信託財産状況



(注) 直近は「16年8月」。

(資料) 投資信託協会

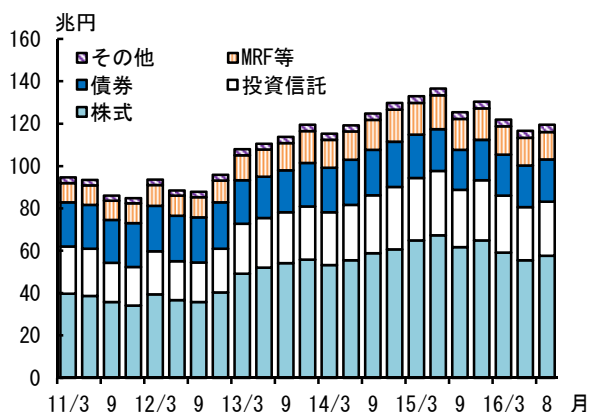
3. 家計の金融資産運用動向

家計による資産ポートフォリオの多様化の動きは、昨夏以降、弱まっている。証券会社の顧客預り資産残高は、株安・円高の影響もあって、昨年6月末をピークに頭打ちとなっている（図表Ⅲ-3-1）。株価や為替の変動に伴う保有資産の時

価変動を除いた資金の流出入動向をみても、株式投資信託への資金流入ペースは、昨夏以降、鈍化した状態が続いている（図表 III-3-2）。一方、金利フロア付きの個人向け国債や低リスクの仕組債をはじめとする債券への資金流入ペースは拡大している。これらの商品は、マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入以降に一段と低下した銀行預金金利や公社債金利に比べ、なお高い利回りが確保できることから、投資資金の退避先として選好されていることが窺われる。また、家計の貯蓄手段の一角を占めていた MMF の早期償還や円建て一時払い保険の販売停止の動きが広がるもとの、その受け皿となっている側面もある。

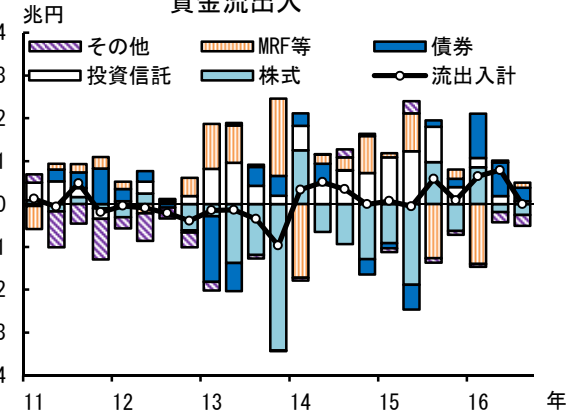
もっとも、こうしたなかでも、リスク性資産の比重を徐々に高めていくというトレンド自体は維持されているとみられる（BOX1 参照）。家計の間では、分配金のような短期的なリターンではなく、長期的な評価益も勘案したトータルリターンを重視する動きがみられるほか、少額投資非課税制度（NISA）やジュニア NISA の口座数が着実に増加するなど、株式投資への関心の高まりが窺われる（図表 III-3-3）。金融機関においても、投資信託等の商品の充実やラップ口座等のサービスの拡充などを通じて、顧客預り資産を拡大させる取り組みを続けており、株式投資信託への資金流入ペースが鈍化するなかでも、ファンドラップへの資金流入は続いている（図表 III-3-4）。この間、日本版スチュワードシップ・コード（「責任ある機関投資家」の諸原則）の導入を表明する機関投資家は 200 社を超え、企業と株主との対話（株主エンゲージメント）の取り組みが本格化しつつある⁹。こうした金融機関による様々な取り組みも、家計の多様な資産形成を後押ししていくとみられる。

図表 III-3-1 主要証券会社の預り資産残高



(注) 1. 直近は [16年8月末]。
 2. 日本銀行の取引先主要証券会社 18 社の個人顧客資産。
 3. 「投資信託」は株式投信およびラップ商品の合計。「MRF 等」は公社債投信を含む。
 (資料) 日本銀行

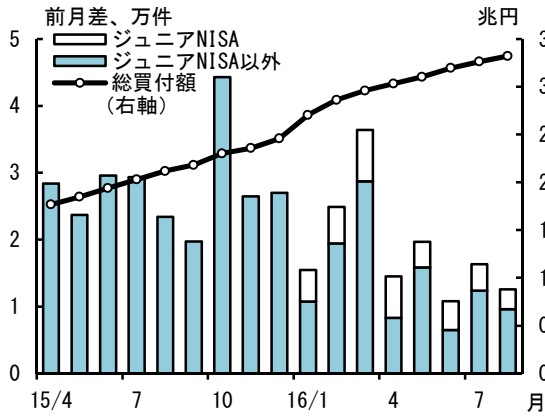
図表 III-3-2 主要証券会社における商品別資金流出入



(注) 1. 直近は [16年7~8月]。
 2. 日本銀行の取引先主要証券会社 18 社の個人顧客資産。
 3. 「投資信託」は株式投信およびラップ商品の合計。「MRF 等」は公社債投信を含む。
 (資料) 日本銀行

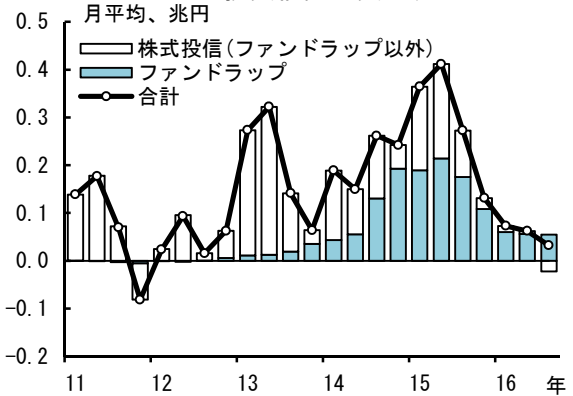
⁹ 詳しくは、國島佳恵・篠潤之介・今久保圭、「わが国資産運用ビジネスの新潮流 —— 「貯蓄から投資へ」の推進に向けて——」、日銀レビュー、2016-J-16、2016年9月、を参照。

図表Ⅲ-3-3 NISA口座の開設・稼働状況



(注) 1. 直近は「16年8月」。
2. 日本銀行の取引先主要証券会社18社の個人顧客資産。
(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-3-4 主要証券会社における株式投資信託の資金流出入

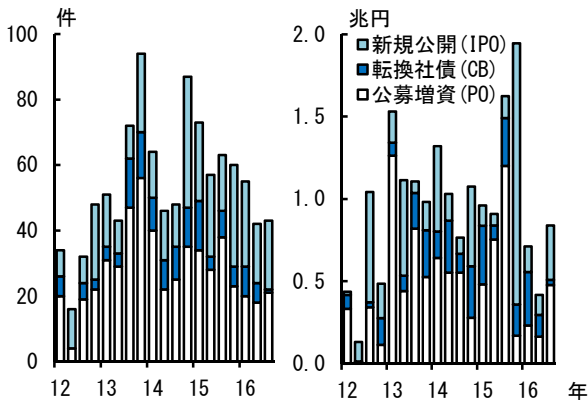


(注) 1. 直近は「16年7~8月」。
2. 日本銀行の取引先主要証券会社18社の個人顧客資産。
(資料) 日本銀行

4. 金融資本市場を通じる金融仲介

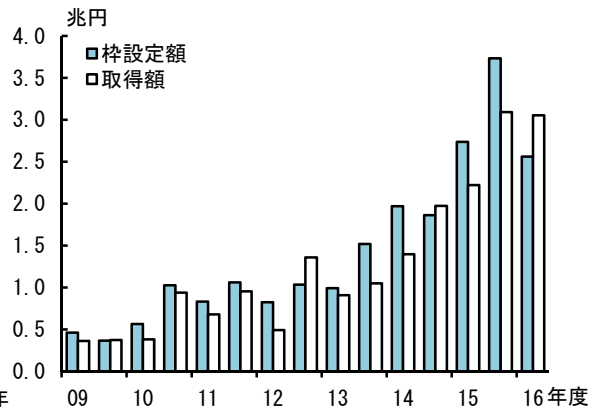
株式市場における資金調達（エクイティ・ファイナンス）は、企業の積極的な調達スタンスに大きな変化はないとみられるが、不安定な株式相場を背景に、弱めの動きが続いている（図表Ⅲ-4-1）。内訳をみると、将来的な成長に繋がり得る投資やM&A等を実施するための前向きな資金調達意欲は引き続き強いものの、公募増資（PO）や新規公開（IPO）は、不安定な相場を受けて株式の発行を見送る動きが続いている。このほか、2015年6月から適用が開始されたコーポレートガバナンス・コードも、企業の資金調達行動に影響を及ぼしているとみられる。例えば、資本効率に対する意識が高まるもとの、POの実施にはより慎重な判断が求められるようになってきている。また、株主還元がより意識されるなかで、自社株買いの設定・取得額は2016年度入り後も高水準で推移しており、自社株買いを目的とするリキャップCB（転換社債）の発行額は総じてみれば底堅く推移している（図表Ⅲ-4-2）。

図表Ⅲ-4-1 エクイティ・ファイナンス
件数 金額



(注) 直近は「16年7~9月」。
(資料) アイ・エヌ情報センター

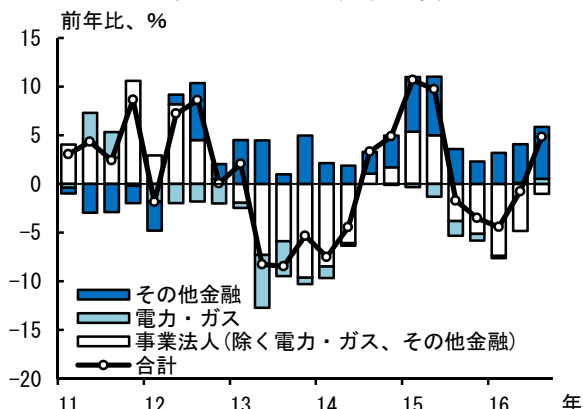
図表Ⅲ-4-2 自社株買いの設定額と取得額



(注) 1. 直近は「16年度上期」。
2. 集計対象は東証一部上場先。公表日ベース。
(資料) アイ・エヌ情報センター

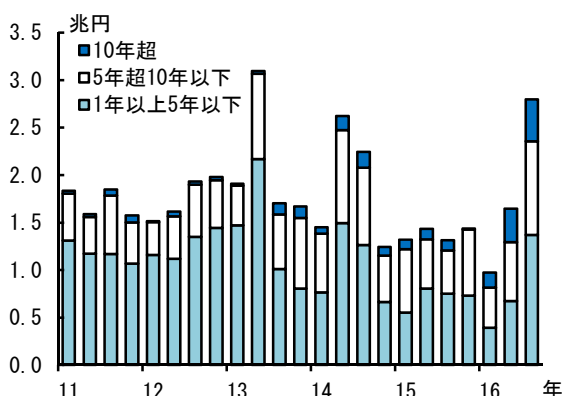
CP・社債の発行環境は、発行レートが一段と低下するなど良好な状態が続いている。こうしたなか、CP発行残高の前年比は幾分プラスとなっている（図表III-4-3）。また、社債市場では、絶対利回りを追求する投資家が投資対象を超長期ゾーンにシフトしていることに加え、企業の調達コストが低下していることから、超長期債の発行に踏み切る動きが広がっている（図表III-4-4）。

図表III-4-3 CP発行残高



(注) 1. 集計対象は事業法人。
 2. その他金融はリース会社、カード会社、消費者金融、証券金融など。
 3. 直近は「16年9月末」。
 (資料) 証券保管振替機構

図表III-4-4 社債発行額



(注) 1. 劣後債は含まない。
 2. 直近は「16年7~9月」。
 (資料) アイ・エヌ情報センター

5. 金融活動指標

以上の金融仲介活動のもとで、企業・家計の資金調達環境は、きわめて緩和した状態にある。そうしたなか、企業・家計、金融仲介機関、投資家などからなる金融システムにおいて、過熱感の兆候がないかどうかについて検証する。

「金融活動指標」は、様々な金融活動における不均衡の有無を評価するため、14の指標について趨勢からの乖離の度合いをみることによって過熱感を判断するものである。足もとは全14指標が「緑」であり、多くの金融活動において趨勢からの大きな乖離はみられない（図表III-5-1）¹⁰。例えば、「総与信・GDP比率」を基に、マクロ的な信用量の動きを確認すると、経済規模との対比でみて横ばい圏内で推移している（図表III-5-2）¹¹。また、これまで6四半期連続で「赤」と

¹⁰ 金融活動が過熱方向または停滞方向に変化しているかについては、個々の指標が過去のトレンドからどの程度乖離しているかで判断する。図表III-5-1において、赤色（最も濃いシャドウ）は指標が上限の閾値を超えて過熱方向に変化していることを、青色（2番目に濃いシャドウ）は指標が下限の閾値を下回って停滞方向に変化していることを、緑色（薄いシャドウ）はそれ以外を示す。また、白色はデータがない期間を示す。なお、金融活動指標の詳細については、以下の文献を参照。伊藤雄一郎・北村富行・中澤崇・中村康治、「『金融活動指標』の見直しについて」、日本銀行ワーキングペーパー、No.14-J-7、2014年4月。

¹¹ 総与信・GDP比率は、バーゼルⅢのカウンターシクリカル資本バッファーにおいて、各

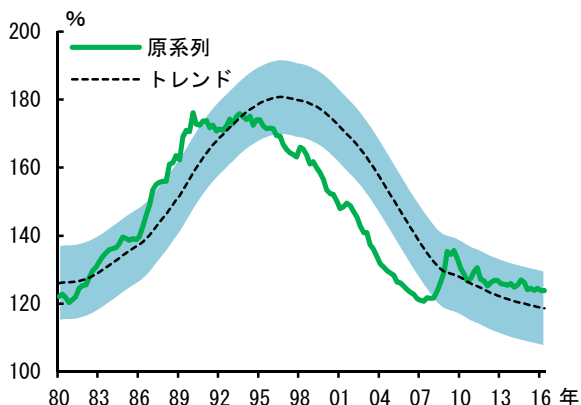
なっていた「不動産業実物投資（対 GDP 比率）」については、大都市圏を中心とする不動産需給や市況の改善等を背景に堅調に推移しているが、足もとは、トレンドからの上方乖離幅が縮小し、今回は「緑」となった（図表 III-5-3）¹²。

図表 III-5-1 金融活動指標

	80	81	82	83	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16		
金融機関	金融機関の貸出態度判断DI	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
	M2成長率	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
金融市場	機関投資家の株式投資の対証券投資比率	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
	株式信用買残の対信用売残比率	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
民間全体	民間実物投資の対GDP比率	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
	総与信・GDP比率	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
家計	家計投資の対可処分所得比率	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
	家計向け貸出の対GDP比率	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
企業	企業設備投資の対GDP比率	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
	企業向け与信の対GDP比率	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
不動産	不動産業実物投資の対GDP比率	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
	不動産業向け貸出の対GDP比率	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
資産価格	株価	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
	地価の対GDP比率	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■

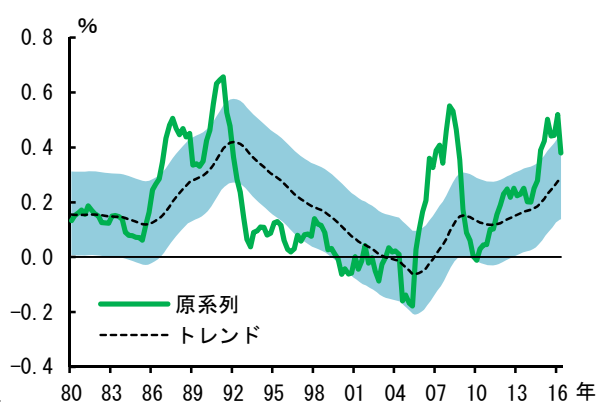
（注）直近は、金融機関の貸出態度判断DI、株価は「16年7～9月」、地価の対GDP比率は「16年1～3月」、その他は「16年4～6月」。
 （資料）Bloomberg、財務省「法人企業統計」、東京証券取引所「信用取引残高等」、内閣府「国民経済計算」、日本不動産研究所「市街地価格指数」、日本銀行「貸出先別貸出金」「資金循環統計」「全国企業短期経済観測調査」「マネーサプライ」「マネーストック」

図表 III-5-2 総与信・GDP 比率



（注）1. 直近は「16年4～6月」。後方4期移動平均。
 2. トレンドは片側HPフィルターにより算出。
 3. シャドーはトレンドからの乖離の二乗平均平方根の範囲を表す。
 （資料）内閣府「国民経済計算」、日本銀行「資金循環統計」

図表 III-5-3 不動産業実物投資の GDP 比率



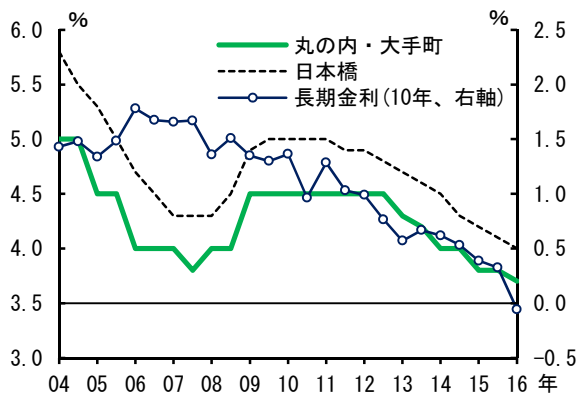
（注）1. 集計対象は不動産業大企業。直近は「16年4～6月」。後方4期移動平均。
 2. 原系列＝（設備投資（土地投資を含む）＋在庫投資）／名目GDP
 3. トレンドは片側HPフィルターにより算出。
 4. シャドーはトレンドからの乖離の二乗平均平方根の範囲を表す。
 （資料）財務省「法人企業統計」、内閣府「国民経済計算」

国当局がその水準を決定するうえで参考にすべき重要な指標の一つとして位置づけられている。総与信には、金融仲介機関の貸出のほかに、社債など資本市場からの債務証券の調達も含まれる。資金の調達主体としては、家計と企業が含まれる。

¹² 足もとの「不動産業実物投資（対GDP比率）」が低下したのは、2016年4～6月の財務省「法人企業統計」の不動産業大企業の設備投資において、その他の有形固定資産の売却減失振替等が大幅に増加したためである。この間、その他の有形固定資産の新設及び譲受振替等は増加しており、不動産業大企業の積極的な投資姿勢が続いていることが窺える。なお、不動産業実物投資については後方4期移動平均を取っているため、足もとの売却減失振替等の大幅増加の影響は今後1年間残ることとなる。

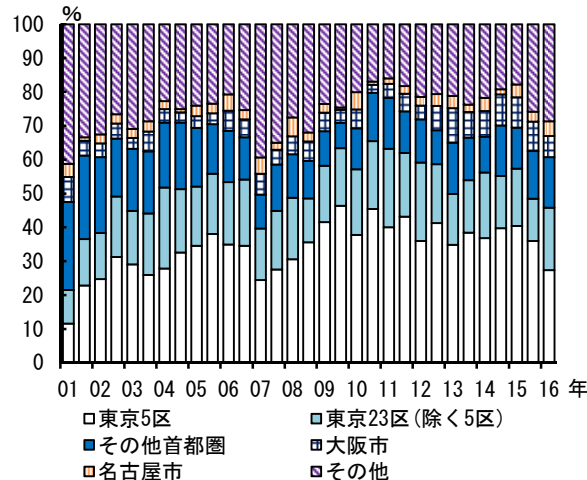
不動産市場については、全体としては過熱の状況にはないと考えられるが、限界的には注意すべき動きが出てきている。例えば、大都市圏では、期待利回りが低下し不動産価格が引き続き上昇するなかで、一部に投資利回りが低水準となる高値取引事例がみられる（図表 III-5-4）。このほか、J-REIT 等の物件取得が大都市圏だけでなく、地方圏に広がる動きがみられている（図表 III-5-5）。また、本章で指摘したとおり、銀行の不動産業向け貸出の伸び率が一段と高まっているほか、地域銀行では J-REIT を含む不動産ファンドへのエクイティ投資がさらに増加している。このため、不動産市場の動向については、緩和的な金融環境が続くもと、今後とも引き続き注意深く点検していく必要がある。

図表 III-5-4 都心オフィス物件の期待利回り



(注) 直近は「16年4月」。
(資料) Bloomberg、日本不動産研究所「不動産投資家調査」

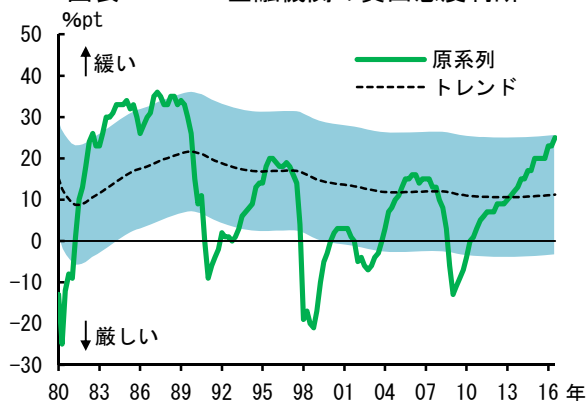
図表 III-5-5 不動産取得件数の地域別内訳



(注) 直近は「16年上期」。
(資料) 日本不動産研究所

また、金融活動指標を構成する「金融機関の貸出態度判断 DI」は「緩い」超幅の拡大が続き、足もとは、「赤」にかなり近い「緑」となっている（図表 III-5-6）。銀行による貸出の積極化は、金融緩和の効果波及の重要な経路であるが、一方で、金融機関同士の競争が過度に進んだ場合には、リスクテイクの行き過ぎをもたらしたり、貸出採算の悪化等を通じて銀行の収益基盤を脆弱にすることで、ショックに対する耐性を低下させる可能性があるため、注視していく必要がある。

図表 III-5-6 金融機関の貸出態度判断 DI



(注) 1. 直近は「16年7~9月」。
2. 全規模全産業。
3. トレンドは過去平均により算出。
4. シャドウはトレンドからの乖離の二乗平均平方根の範囲を表す。

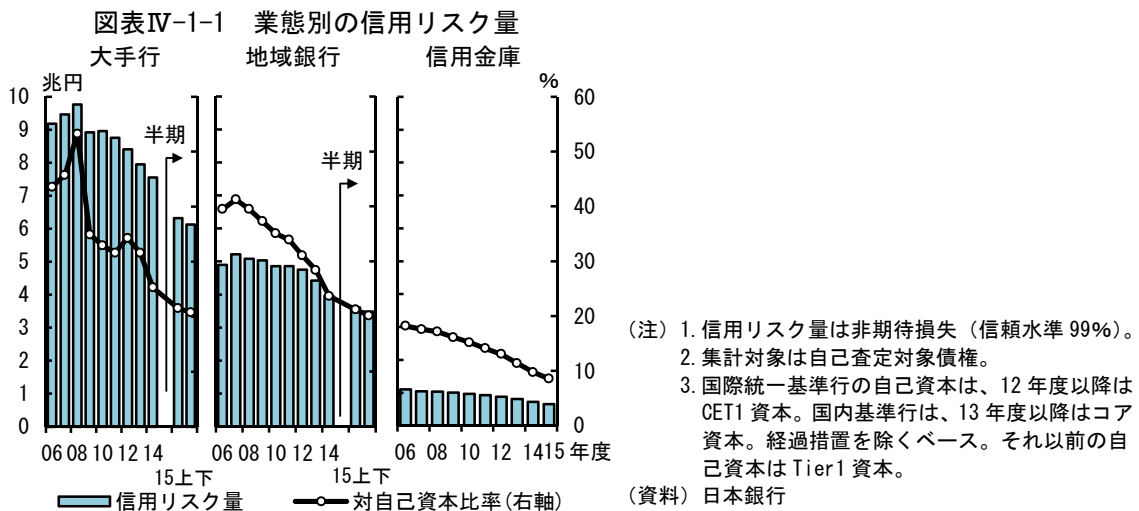
(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

IV. 金融機関のマクロ的なリスクと財務基盤

金融システムの安定性を評価するには、システムを構成する個々の金融機関の健全性に加えて、マクロプルーデンスの視点に基づく検証が必要である。本章では、まず、金融機関の財務データ等を集計することでマクロ的なリスクプロファイル（リスク蓄積の大きさやその速さ、分布・偏在）を確認し、それとの対比でみた現時点での財務基盤の充実度（自己資本、資金流動性）を評価する。そのうえで、長い目でみて、金融機関の財務基盤やリスクテイク能力に影響を及ぼす収益力を点検する¹³。

1. 信用リスク

金融機関の信用リスク量は、金融機関の資産内容の改善を背景に、前回レポート時に比べて減少した（図表 IV-1-1）¹⁴。金融機関が、国内外で貸出残高を増加させるなかで信用リスク量が減少しているのは、景気が基調としては緩やかな回復を続けているなか、企業財務の改善に伴い金融機関の資産内容が改善していることが主因である。

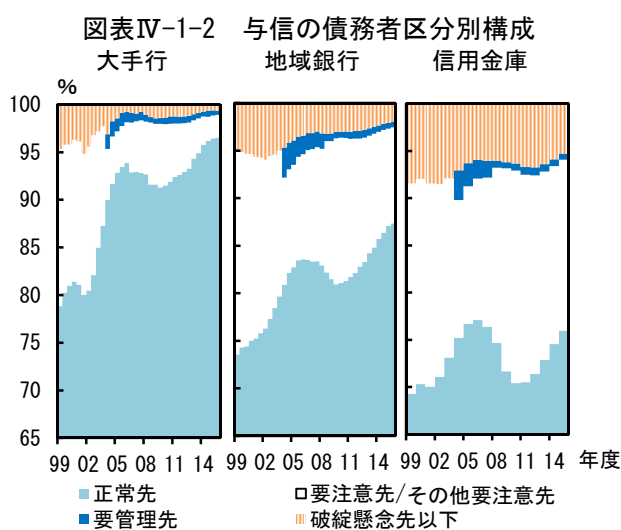


¹³ 分析に用いたデータは、信用リスクや自己資本等に関しては 2016 年 3 月末時点のものが中心である。市場や流動性リスク等では、入手可能な範囲で最新の情報を活用している。

¹⁴ ここでの信用リスク量は「非期待損失」。非期待損失は、1 年間に 99% の確率で生じ得る貸出からの損失額の最大値から、1 年間で平均的に生じる損失額（期待損失）を引いたものとして試算している。

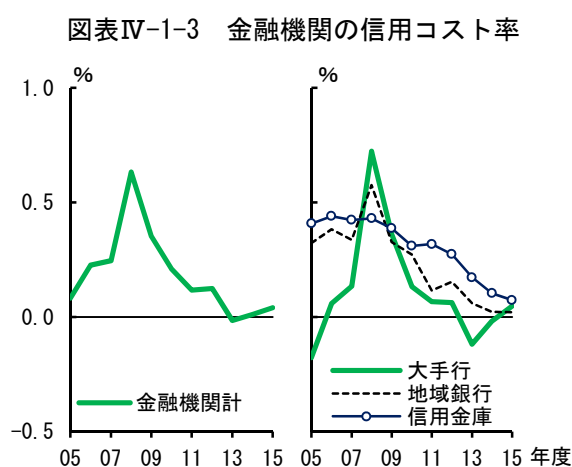
貸出債権の質・信用コスト

金融機関の貸出債権の質は、改善が続いている。債務者区分別の与信残高をみると、いずれの業態においても正常先の比率がさらに上昇している(図表 IV-1-2)。金融機関の信用コスト率は、全体としてきわめて低い水準が続いているが、海外貸出に関する信用コストは、資源価格の低迷などを背景に、増加している(図表 IV-1-3、図表 IV-1-4)。地域銀行および信用金庫では、信用コスト率の緩やかな低下が続いた一方で、大手行では、国内の一部大口先や海外の資源関連与信先に対する信用コストの増加等から、信用コスト率は3年振りにプラスに転化した(図表 IV-1-5)。

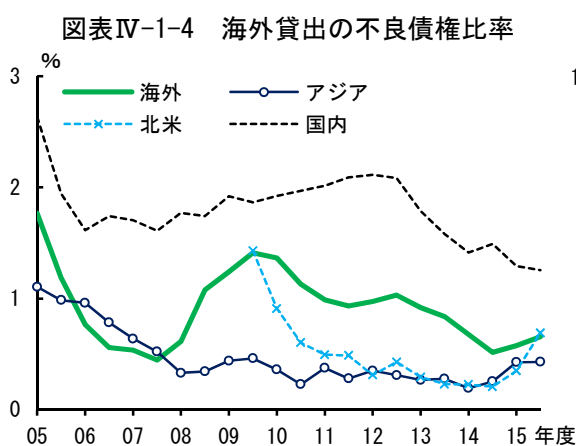


(注) 1. 直近は16年3月末。
2. 「要注意先/其他要注意先」は、03年度以前は要注意先(要管理先を含む)、04年度以降はその他要注意先。

(資料) 日本銀行

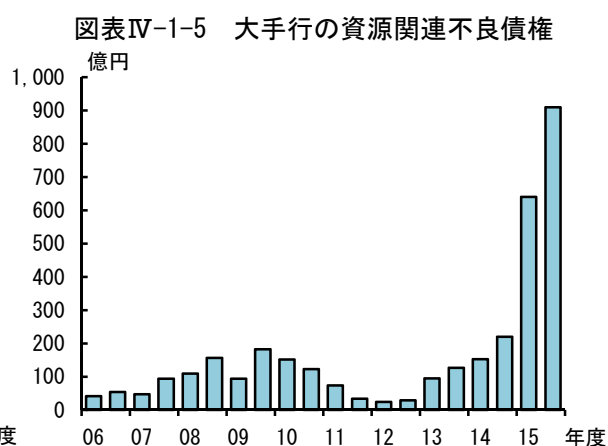


(資料) 日本銀行



(注) 集計対象は大手3グループ(銀行単体ベース)。直近は16年3月末。

(資料) 各社開示資料



(注) 直近は16年3月末。

(資料) 日本銀行

信用リスク管理面の課題

金融機関の信用リスク管理面の課題としては、次の3点が挙げられる。

[1] 貸出に積極的に取り組んでいる分野や残高が大きいセクターの与信管理能力を高めていくこと。

資源・M&A 関連をはじめとする海外関連貸出については、資源価格低迷などを背景に、これまで低下を続けてきた不良債権比率が上昇に転じるなど、与信の質が幾分悪化している。このため、引き続き与信先の信用力の検証を遅滞なく実施し、そのリスクを適切に管理していく必要がある¹⁵。

また、高い伸びを示している国内不動産向けや医療・福祉関連等の貸出については、先行きの事業環境の評価も踏まえた与信管理を充実させていく必要がある。特に、地域金融機関で高い伸びが続いている貸家業向け貸出については、このところ一部の地域で賃貸住宅市場の空室率が高まっていることを踏まえると、入口審査での収支計画の検証や中間管理の適切な実施がより重要となっている（図表 IV-1-6）¹⁶。さらに、貸家業向け貸出の融資期間は長期にわたることが少なくない点を踏まえると、将来的に金利が上昇した場合の収支の検証や大規模修繕費用の勘案等が必要である¹⁷。

[2] 信用リスクの計測・引当の算定においては、ポートフォリオ特性の変化や将来の予測も踏まえて、継続的な点検を行っていくこと。

引当の算定にあたっては、景気循環の影響を均してみていくとともに、信用コスト率や引当率が長期的にみて低水準にあることも念頭に置きつつ、過去の実績に反映されていない、先行き想定し得る変化を適切に織り込んでいくことが望ましい¹⁸。

また、大手行を中心に与信ポートフォリオの大口化が進んでいるが（図表 IV-1-7）、信用リスクの管理にあたっては、こうしたポートフォリオ特性の

¹⁵ 資源関連与信のリスク管理については『金融システムレポート』2016年4月号 BOX2 を、海外 M&A 関連与信のリスク管理については同 2015年10月号 BOX1 を参照。

¹⁶ 図表 IV-1-6 で用いた空室率指数の分母の戸数には、入居者を募集している建物の総戸数のみが含まれており、満室稼働している建物の総戸数は含まれない。したがって、満室稼働の建物に少数の空室が発生すると、指数計算の対象となるため空室率指数は低下する一方、空室が埋まり満室稼働の建物が発生すると、指数計算の対象外となり空室率指数は上昇する。このため、同指数の短期的な動きを解釈する際には注意が必要である。

¹⁷ 貸家業向け貸出については、『金融システムレポート別冊シリーズ：地域金融機関の貸家業向け貸出と与信管理の課題—アンケート調査結果から—』（2016年3月）を参照。

¹⁸ この課題については、『金融システムレポート別冊シリーズ：地域金融機関における最近の貸倒引当金の算定状況』（2015年8月）を参照。

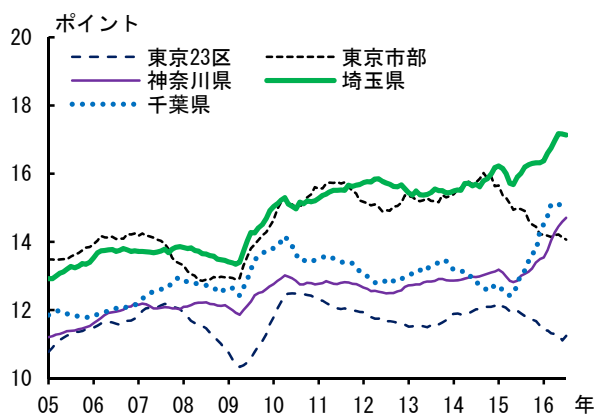
変化を踏まえ、大口集中リスクの計測や、先行きの環境変化を想定したストレステストなどを実施したうえで、信用リスクを計測していく必要がある。

[3] マイナス金利環境のもとで貸出におけるリスク・リターンの評価を適切に行っていくこと。

マイナス金利環境のもとで貸出利鞘の縮小が一段と進むなかにおいて、例えば住宅ローンでは、金利優遇の拡大が一段と進むなど、貸出利鞘の縮小幅が信用コストの低下幅を上回る状況が続いている。また、優良企業向けや地方公共団体向けにおいて、採算割れとなると考えられる新規貸出が散見される。こうしたことに鑑みると、金融機関は、貸出におけるリスク・リターンを適切に評価することの重要性を改めて強く認識する必要がある。

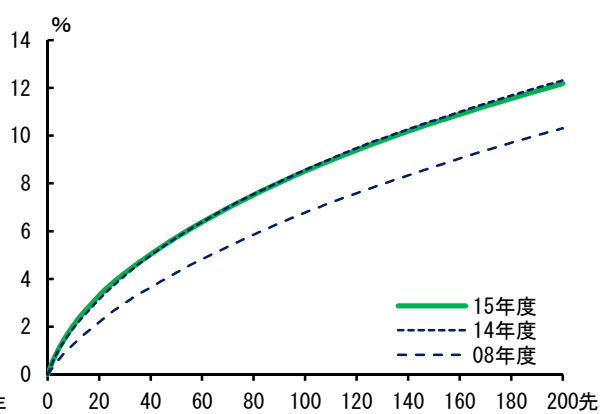
さらに、マイナス金利環境のもとでは、市場金利がプラスであることを前提にして行ってきた採算管理のあり方についても、見直す必要が生じている。

図表IV-1-6 賃貸住宅の空室率指数



(注) 1. 直近は「16年7月」。
2. 空室率指数は、入居者募集戸数／入居者を募集している建物の総戸数。分母は一部推計。
(資料) タス「賃貸住宅市場レポート」

図表IV-1-7 大手行の与信額の累積占有率



(注) 与信を与信額順にならべ、その累積与信額が総与信額に対して占める割合。
(資料) 日本銀行

2. 市場リスク

以下では、市場リスクについて、円金利リスク、外貨金利リスク、株式リスクの順に評価する。

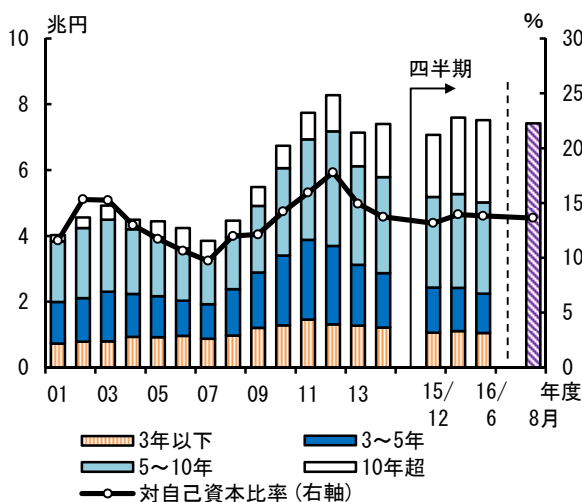
円金利リスク

金融機関の円債投資にかかる金利リスク量は幾分増加しており、時系列的にみても引き続き高い水準にある（図表 IV-2-1）¹⁹。具体的にみると、本年8月末の

¹⁹ ここでは、全年限の金利が1%pt上昇する、「パラレルシフト」の場合の保有債券の時価損失額を用いる。

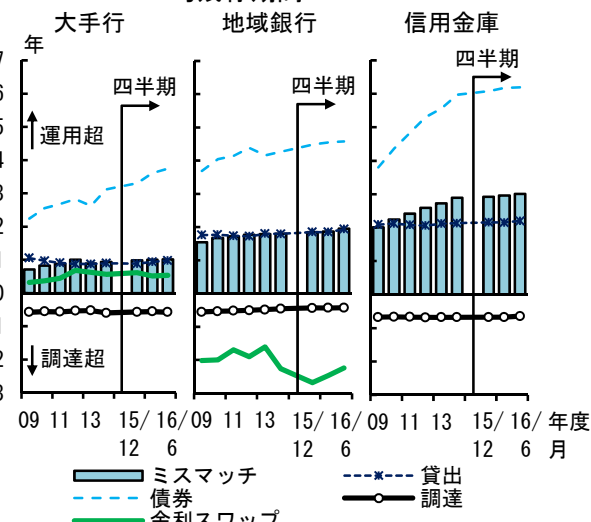
リスク量は、昨年12月末から0.3兆円増加し、7.4兆円となった。これは、円債の残高は減少したものの、国債金利が中期から長期ゾーンにかけてマイナスになる状況を眺め、デュレーションを一層長期化し、利回りを確保しようとする動きがみられたためである（図表IV-2-2、図表IV-2-3、図表IV-2-4）。

図表IV-2-1 金融機関の円債の金利リスク量



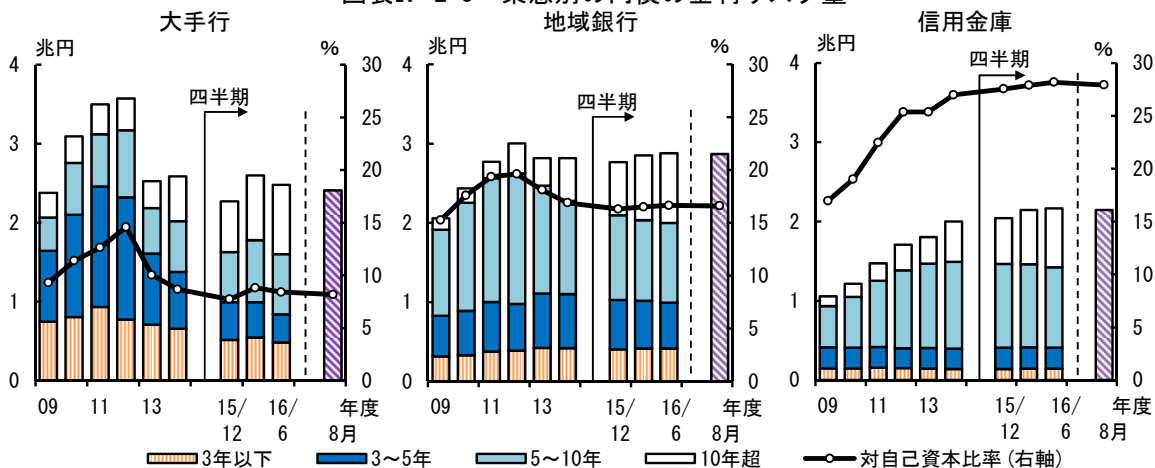
(注) 1. 直近は16年8月末。16年8月末の計数は試算値。
2. 金利リスク量は銀行勘定の100bpv。
3. コンベクシティ以上の高次項も勘案した推計値。
(資料) 日本銀行

図表IV-2-2 業態別の円建て資産・負債の平均残存期間



(注) ミスマッチは資産の平均残存期間と負債の平均残存期間の差。資産の平均残存期間は、貸出、債券、金利スワップ受分の加重平均値。負債の平均残存期間は、調達、金利スワップ払分の加重平均値。金利スワップの平均残存期間は受分・払分の差。
(資料) 日本銀行

図表IV-2-3 業態別の円債の金利リスク量



(注) 1. 直近は16年8月末。16年8月末の計数は試算値。
2. 金利リスク量は銀行勘定の100bpv。
3. コンベクシティ以上の高次項も勘案した推計値。
(資料) 日本銀行

図表IV-2-4 金利上昇に伴う円債時価の変動

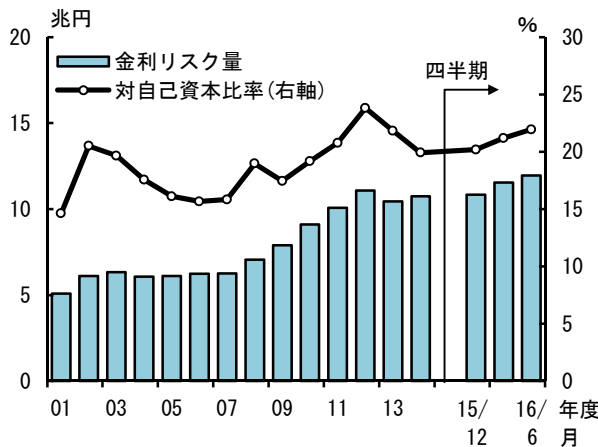
(兆円)

	金利上昇幅が1%ptのケース			金利上昇幅が2%ptのケース			金利上昇幅が3%ptのケース		
	15年12月末	16年3月末	16年6月末	15年12月末	16年3月末	16年6月末	15年12月末	16年3月末	16年6月末
金融機関計	▲7.1	▲7.6	▲7.5	▲13.5	▲14.4	▲14.3	▲19.3	▲20.7	▲20.4
銀行計	▲5.0	▲5.4	▲5.4	▲9.6	▲10.4	▲10.2	▲13.8	▲14.9	▲14.5
大手行	▲2.3	▲2.6	▲2.5	▲4.3	▲4.9	▲4.7	▲6.2	▲7.1	▲6.7
地域銀行	▲2.8	▲2.9	▲2.9	▲5.3	▲5.4	▲5.5	▲7.6	▲7.8	▲7.8
信用金庫	▲2.0	▲2.1	▲2.2	▲3.9	▲4.1	▲4.1	▲5.5	▲5.8	▲5.8

(注) 1. パラレルシフトを想定。
 2. コンベクシティ以上の高次項も勘案した推計値。
 (資料) 日本銀行

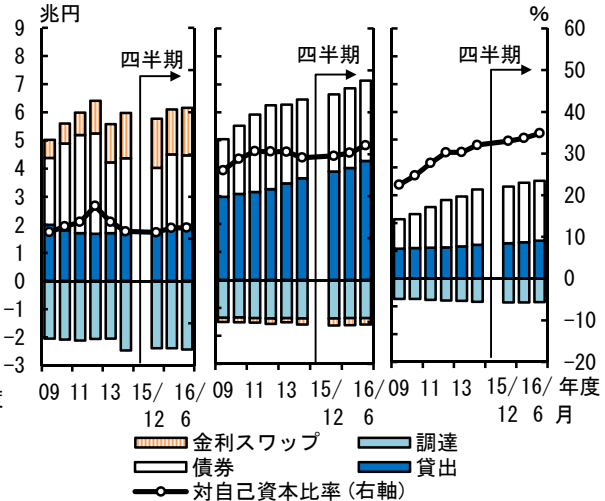
債券投資に貸出・預金などを含めた金融機関のバランス・シート全体の円金利リスク量は、債券のデュレーション長期化や貸出残高の増加を主因に、前回レポート時と比べて幾分増加した(図表IV-2-5、図表IV-2-6)²⁰。

図表IV-2-5 金融機関の円金利リスク量



(注) 1. 金利リスク量は銀行勘定の100bpv。銀行はオフバランス取引(金利スワップ)を考慮。
 2. コンベクシティ以上の高次項も勘案した推計値。
 (資料) 日本銀行

図表IV-2-6 業態別の円金利リスク量



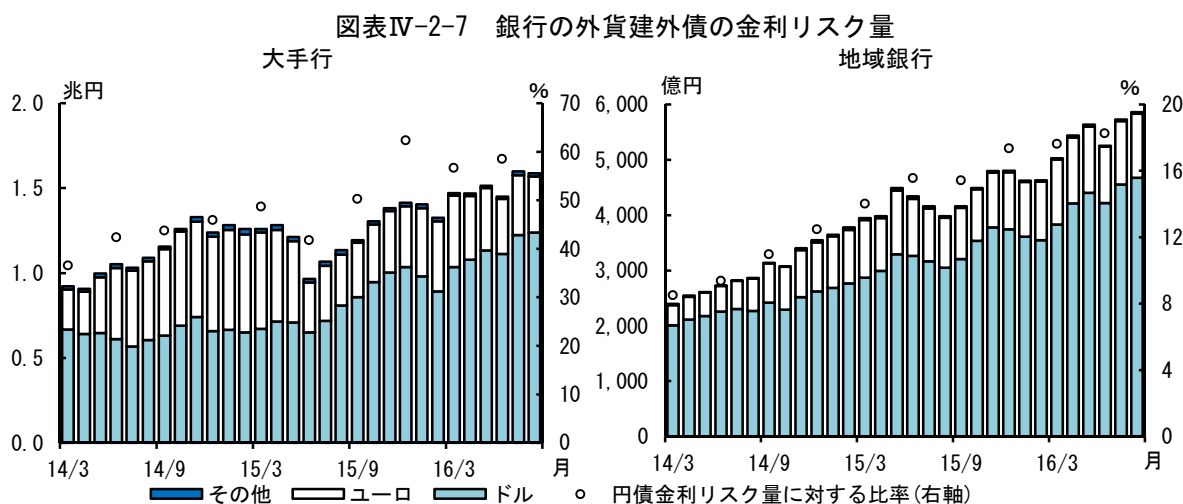
(注) 1. 金利リスク量は銀行勘定の100bpv。銀行はオフバランス取引(金利スワップ)を考慮。
 2. コンベクシティ以上の高次項も勘案した推計値。
 (資料) 日本銀行

外貨金利リスク

金融機関の外債投資にかかる金利リスク量は、増加した。すなわち、本年8月末におけるリスク量は、本年2月末から0.4兆円増加し、2.2兆円となった。特に、

²⁰ 短期ゾーンから長期ゾーンまで全年限の金利が1%pt上昇(パラレルシフト)すると想定して、各資産・負債の経済価値の変動を算出した。資産サイドの平均残存期間が負債サイドよりも長い場合、期間ミスマッチ(資産と負債の平均残存期間の差)が拡大すると金利リスク量は増加する。ただし、価値変動の計測対象は、円資産(貸出と債券)・円負債・円金利スワップ(銀行のみ)にかかるリスクであり、外貨建て資産・負債や円金利スワップ以外のオフバランス取引は対象としていない。また、負債サイドの計測では、流動性預金の残存期間は3か月以内と仮定しており、いわゆる「コア預金」は勘案していない。

地域銀行では、残高を積み増すとともにデュレーションを長期化したことから、リスク量の増加が相対的に大きくなっている。なお、外債金利リスク量の円債金利リスク量に対する比率をみると、大手行では6割弱、地域銀行では2割弱の水準に達している（図表 IV-2-7）。



(注) 1. 直近は「16年8月末」。

2. 金利リスク量は銀行勘定の100bpv。大手行はオフバランス取引を考慮。地域銀行はオフバランス取引は考慮していない。

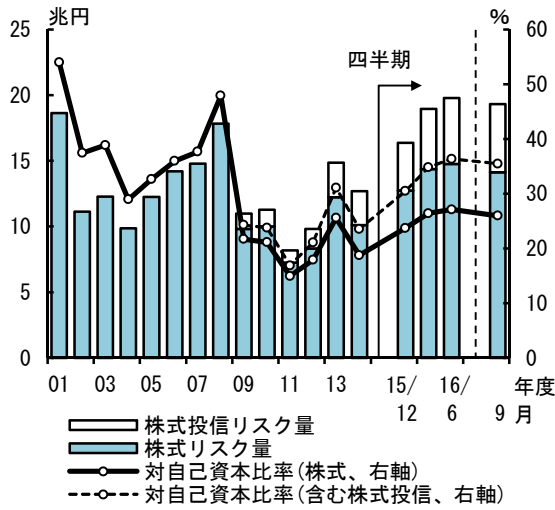
(資料) 日本銀行

株式リスク

金融機関の株式リスク量は増加した（図表 IV-2-8）。本年9月末までの株価動向に基づいて試算した株式リスク量19.3兆円は、昨年12月末対比で18.0%の増加となった²¹。昨年末以降の株価下落はリスク量の減少要因となったものの、ボラティリティ上昇の影響がこれを上回った（図表 IV-2-9）。この間、政策保有株式の残高は漸減傾向が続いているものの、地域金融機関では市場運用多様化の一環として株式投資信託を積み増しており、投資信託も併せた株式残高は増加している。この結果、大手行や地域銀行の株式リスク量の対自己資本比率は4割程度に達している（図表 IV-2-10）。

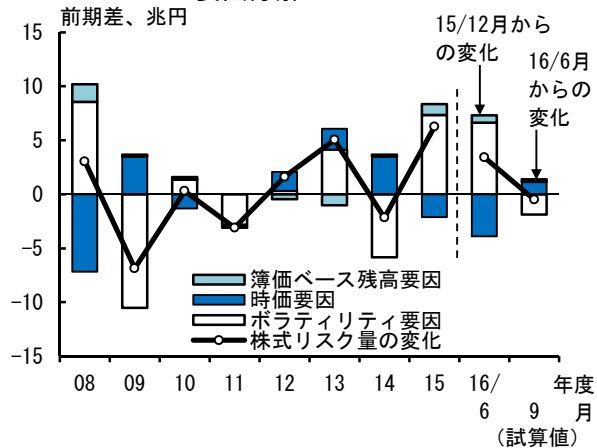
²¹ ここでの株式リスク量（含む株式投信）は信頼水準99%、保有期間1年のVaRベースで計測されている。

図表IV-2-8 金融機関の株式リスク量



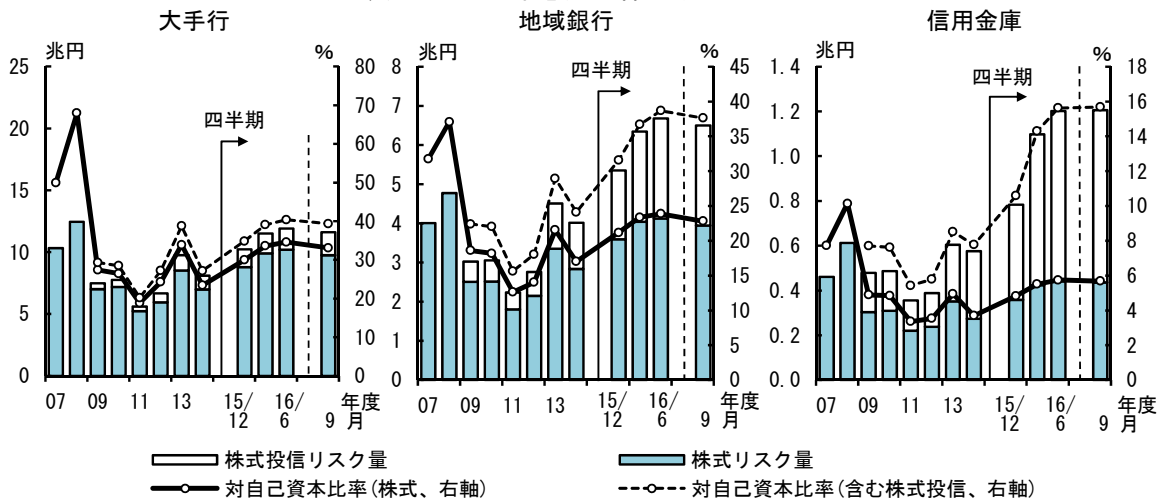
(注) 1. 直近は 16年9月末。
2. 株式・株式投資リスク量は VaR (信頼水準 99%、保有期間 1年)。
3. 外貨建て分は含まない。08年度以前は株式投資を含まない。
4. 16年9月末の計数は、16年8月末の保有残高と16年9月末までの株価動向を用いた試算値。
(資料) 日本銀行

図表IV-2-9 金融機関の株式リスク量変動の要因分解



(注) 1. 株式・株式投資リスク量は VaR (信頼水準 99%、保有期間 1年)。
2. 外貨建て分は含まない。08年度は株式投資を含まない。
(資料) 日本銀行

図表IV-2-10 業態別の株式リスク量



(注) 1. 直近は 16年9月末。
2. 株式・株式投資リスク量は VaR (信頼水準 99%、保有期間 1年)。
3. 外貨建て分は含まない。08年度以前は株式投資を含まない。
4. 16年9月末の計数は、16年8月末の保有残高と16年9月末までの株価動向を用いた試算値。
(資料) 日本銀行

市場リスク管理面の課題

金融機関の市場リスク管理面の課題としては、次の2点が挙げられる。

- [1] 有価証券運用や資産負債管理 (ALM) の方針を明確に定め、多様なリスクファクターの変動がもたらす影響を横断的に把握すること。

金融機関は、低金利環境が続くもとで、デフレーションを長期化させ高水準の円金利リスクを維持しているほか、外貨金利、株式、不動産、為替など多様なリスクを取るようになってきている。特に、基礎的収益力の弱い地域金融機関ほど、市場性リスク資産を積み増す傾向がある（BOX2 参照）。今後も、地域金融においては、人口・営業基盤の縮小という構造的問題に加え、低金利環境のもとで、国内預貸業務や国債投資の収益性に下押し圧力が継続する可能性がある。そうしたなかで市場性リスク資産を積み増すことは一つの選択であるが、この場合、リスクファクターの変動がもたらす影響を横断的に把握し、リスクの大きさに応じた管理・運用体制を整備することの重要性は一段と増すことになる。

具体的には、国際金融資本市場のボラティリティの拡大や外貨調達コストの上昇など、その時々市場運用環境の変化を適切に踏まえつつ、自らのポートフォリオのリスクプロファイルに応じたリスクシナリオを策定したうえで、資産の時価変動や期間収益への影響などを多面的に分析することが望まれる。また、そうした分析に基づき、ストレス時の対応方針を組織的に検討しておくことが重要である。このほか、円金利リスクの管理や ALM 運営にあたっては、マイナス金利環境のもとで、預金・貸出など各種金利設定のあり方や市場金利の変動パターンが変化する可能性などについても考慮し、適切な対応を図っていく必要がある。

[2] 政策保有株式の保有意義とコストを適切に評価したうえで、引き続きその削減に取り組んでいくこと。

政策保有株式は漸減傾向にあるが、株式リスクは引き続き経営体力や収益等に相応の影響を及ぼし得る規模となっている。株式の政策保有は金融機関と事業法人との長期にわたる取引関係のなかで形成されてきたものであり、その削減に向けては相手方の理解の浸透が前提となると考えられるだけに、金融機関としても、保有意義とコストに関する評価についての客観性を高める努力を着実に進めていくことが重要となる。

3. 資金流動性リスク

以下では、円貨、外貨の順に、資金流動性リスクを評価する。

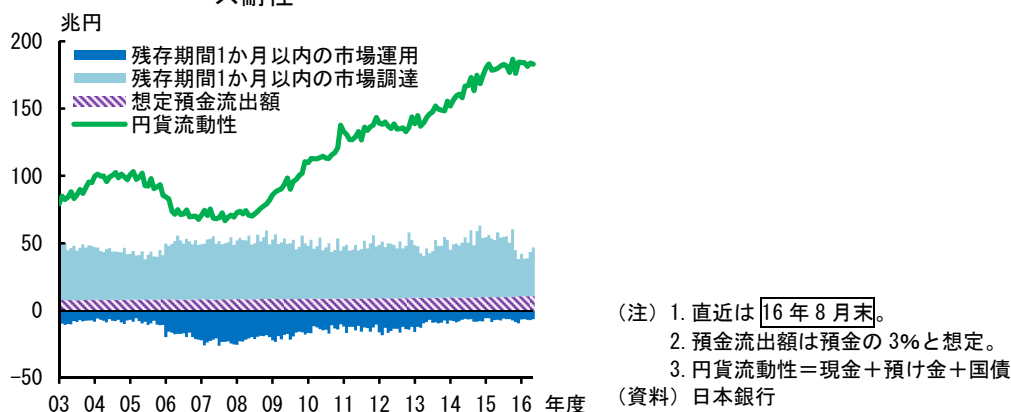
円貨資金流動性リスク

金融機関は、円資金については十分な資金流動性を有している。

円の運用・調達構造は、安定的なリテール預金が調達のベースであること、預金残高が貸出を大きく上回っていること、当該預貸差部分の多くを国債など流動性の高い有価証券や日本銀行預け金で運用していることなどから、安定性は高い。

ストレス時においても、想定される資金流出を大幅に上回る流動資産が確保されており、十分な短期ストレス耐性を備えていると評価できる（図表 IV-3-1）²²。

図表IV-3-1 大手行の円貨流動性のストレス耐性



外貨資金流動性リスク

外貨資金については、市場性資金の比重が高い調達構造となっているが、一定期間市場調達が困難化しても、資金不足をカバーできる流動性準備を確保している。

外貨の運用・調達構造をみると、運用面では相対的に期間の長い貸出や外債が多い一方、調達面では、レポや円投、インターバンクといった市場調達のウエイトが高い（図表 IV-3-2）。もっとも、外債には、レポや売却等によって資金化可能な資産が多く含まれる。このため、運用・調達構造の安定性を評価するうえでは、流動性の乏しい貸出金と、顧客性預金、中長期円投、社債等の安定性調達との差額（「安定性ギャップ」）が有用な指標となる（図表 IV-3-3）。

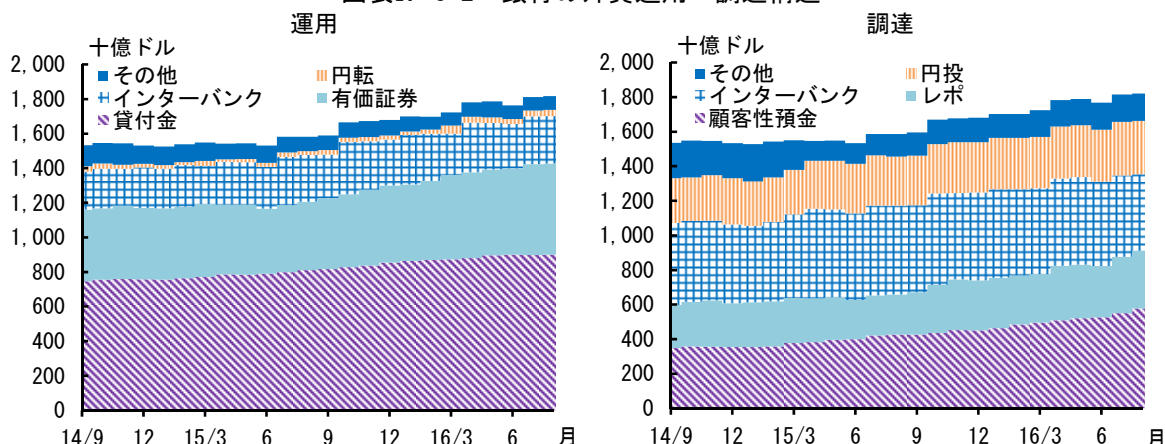
大手行の安定性ギャップは、引き続き縮小している。この背景としては、貸出は引き続き増加しているものの、顧客性預金の増強を中心に、調達基盤の拡充を進捗させていることが挙げられる。もっとも、安定性ギャップは、なお相応の規模であるほか、顧客性預金の安定性や外貨建て資産の資金化を巡る不確実性、未

²² ここでは、「1か月以内に満期が到来する市場性調達と預金全体の3%の流出」を想定。基本的に、流動性カバレッジ比率の考え方に準拠しているが、実際の同比率の計算では、対顧客コミットメント・ラインの引き出し、格下げなど、より複雑なストレス状況を想定しており、ここでの定義とは一致しない点に留意する必要がある。

使用のコミットメント・ラインの引き出し等のリスクも存在することから、調達
の安定化に向けた取り組みは引き続き重要である。

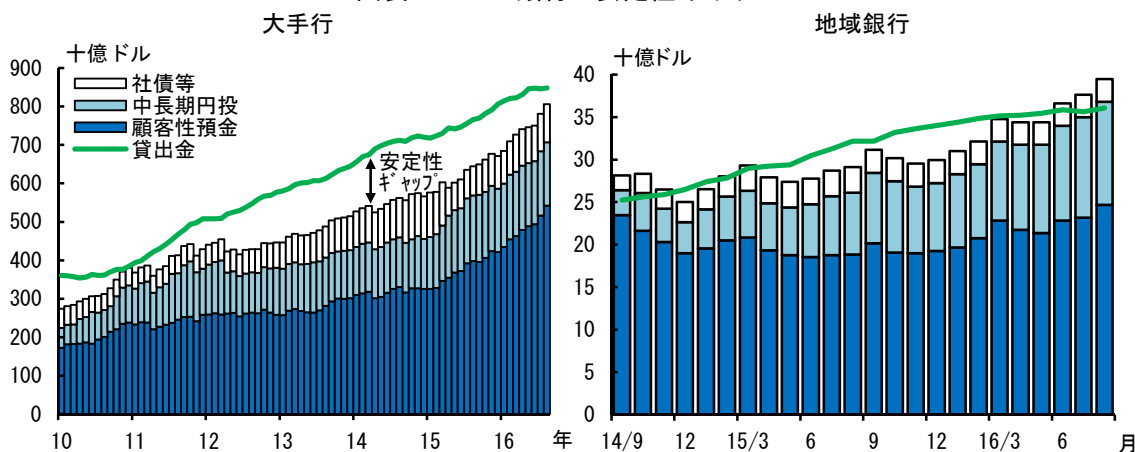
例えば、外貨建て顧客性預金の推移をみると、過去には急速に残高が減少に転
じた時期もみられた（図表 IV-3-4）。また、最近では、市場金利との連動性の高い
邦銀の外貨預金調達利回りが上昇してきている（図表 IV-3-5）。顧客性預金の安定
性は、預金者の属性や提示する預金金利水準、自行の信用状況のほかに、国内外
の経済状況、為替動向、市場のリスクセンチメントなど様々な要因によって影響
を受け得るといった点に十分な留意が必要である。

図表IV-3-2 銀行の外貨運用・調達構造



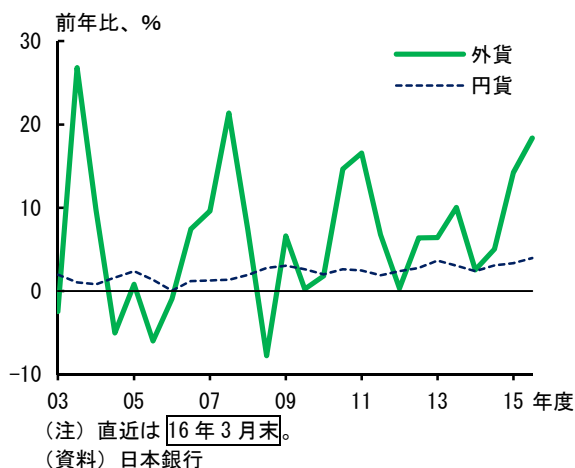
(注) 直近は [16年8月末]。
(資料) 日本銀行

図表IV-3-3 銀行の安定性ギャップ

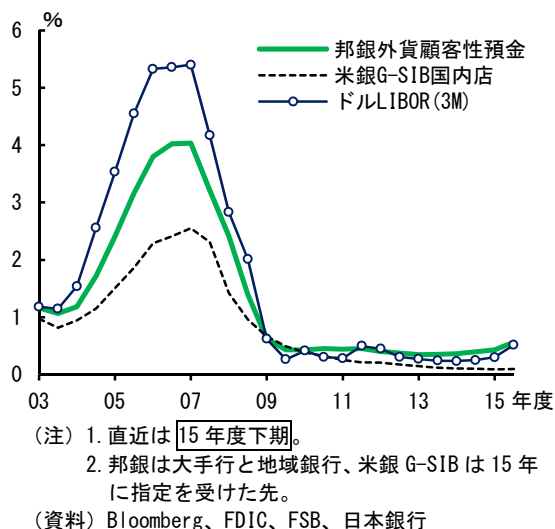


(注) 1. 左図の集計対象は大手行のうち国際統一基準行。
2. 直近は [16年8月末]。
3. 「社債等」と「中長期円投」は、12年3月までは3か月超、12年4月以降は1年超の調達。
(資料) 日本銀行

図表IV-3-4 銀行の外貨顧客性預金



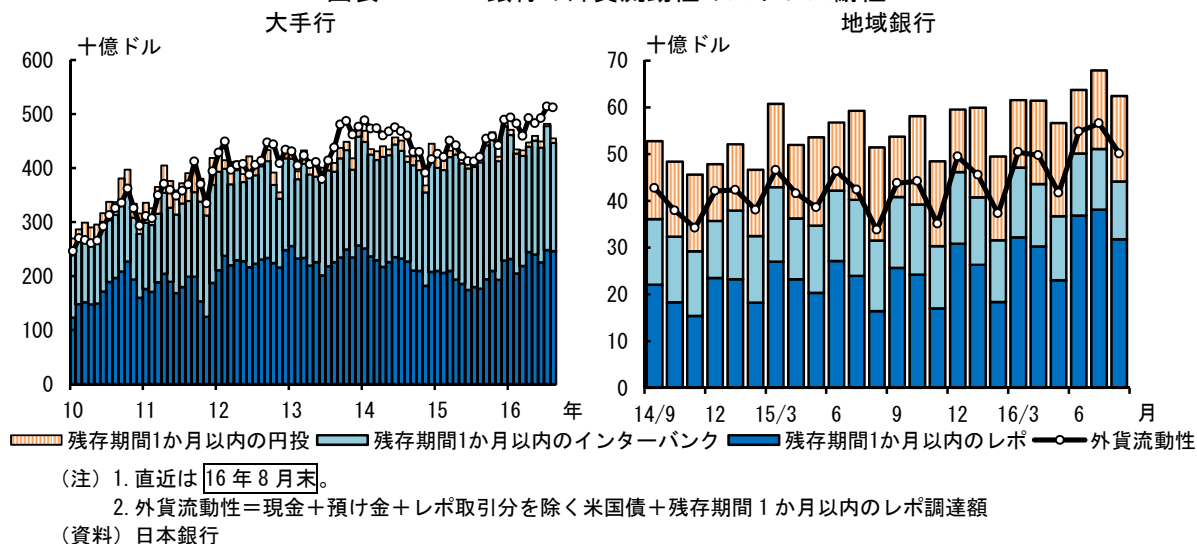
図表IV-3-5 預金の調達利回り



地域銀行の安定性ギャップも全体として縮小している。ただし、一部の地域銀行では、外貨資産を積極的に積み増している。こうした先では、安定調達基盤の拡充に引き続き取り組んでいく必要がある。

外貨の短期ストレス耐性についても、大手行、地域銀行ともに、ストレス時に想定される資金流出額をカバーするだけの流動資産を概ね確保しており、大きな問題はないとみられる（図表 IV-3-6）²³。ただし、未使用のコミットメント・ラインからの引き出し額や顧客性預金の流出額の不確実性なども考慮し、引き続きリスク管理体制を充実していくことが求められる。

図表IV-3-6 銀行の外貨流動性のストレス耐性

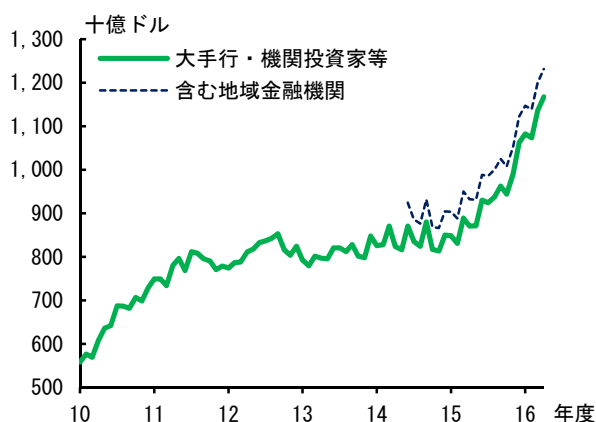


²³ 残存期間1か月以内のレポ調達は、使用されている担保が良質との仮定のもと、1か月以内に満期が到来する調達額の全額が同じ担保でロールオーバー可能と想定し、その金額を流動資産に含めている。未使用のコミットメント・ラインからの引き出し額、顧客性預金の流出額などについては、当試算では資金流出に勘案されていない。

外貨調達環境

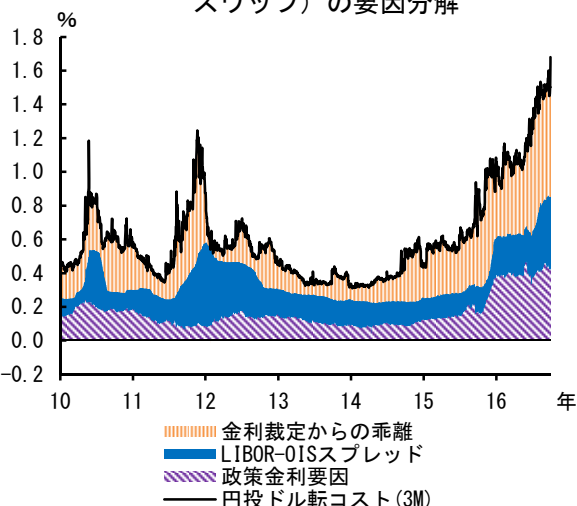
外貨調達市場では、アベイラビリティに制約は生じていないが、調達プレミアムの拡大が続いている。この背景の一つとして、米国との金融政策の方向性が乖離するなか、本邦の様々な金融機関や機関投資家が米ドル資産を中心に海外資産（貸出、有価証券等）を積極的に増加させていることに伴って、その調達資金が膨らんでいることが挙げられるほか、金融規制の影響も一因となっているとみられる（図表 IV-3-7）。為替・通貨スワップ市場では、短期のドル調達コストが大幅に上昇しているほか、CD・CP 市場においても発行レートの上昇がみられている（図表 IV-3-8、図表 IV-3-9）。

図表 IV-3-7 本邦勢の円投額



- (注) 1. 日本銀行による推計値。直近は 16年7月末。
 2. 大手行・機関投資家等には、大手行のほか、ゆうちょ銀行、農林中央金庫、信金中央金庫（14年9月末以降）、生命保険会社を含む。
 3. 生命保険会社は、生命保険協会の会員会社（直近は41社）。
 4. 地域金融機関は、14年9月末以降。
 (資料) Bloomberg、生命保険協会、各社開示資料、日本銀行

図表 IV-3-8 短期のドル調達コスト（為替スワップ）の要因分解

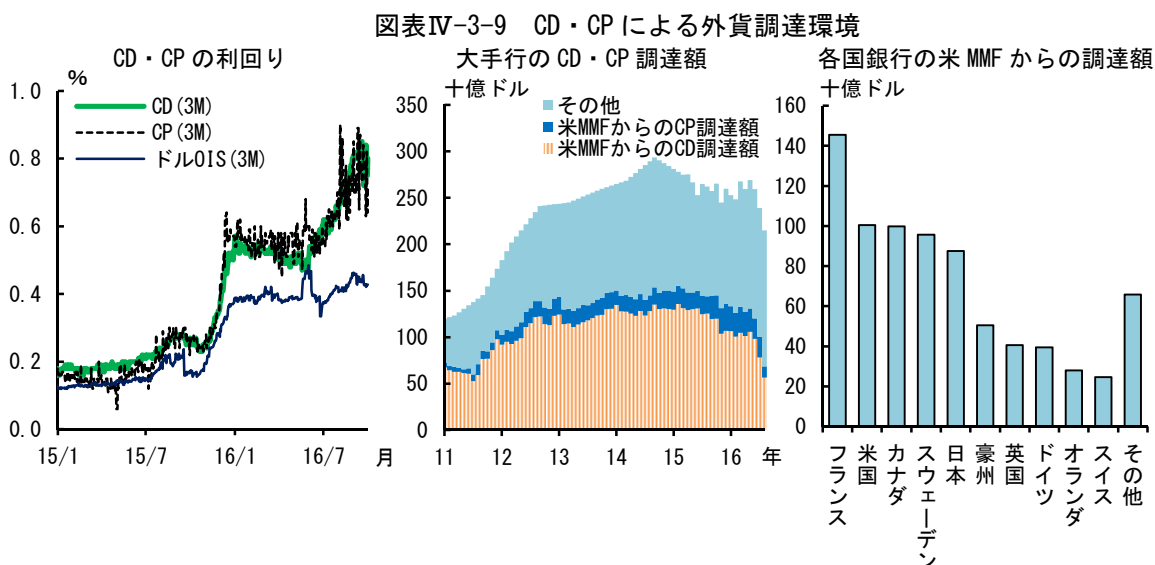


- (注) 1. 直近は 16年9月30日。
 2. 政策金利要因=ドル OIS、LIBOR-OIS スプレッド=ドル LIBOR-ドル OIS、金利裁定からの乖離=ドル転コスト-ドル LIBOR
 (資料) Bloomberg

為替スワップ市場における短期のドル調達コストについて、①米国政策金利要因（OIS）、②米ドル銀行間取引金利の政策金利からの乖離（LIBOR-OIS）、③カバー付き金利裁定からの乖離（ドル調達プレミアム）に分解してみると、③金利裁定からの乖離幅の拡大が続いているほか、足もとでは、②米ドル銀行間取引金利（LIBOR）の上振れも寄与している。また、LIBOR や CD・CP 発行レートの上昇については、米 MMF 改革の影響で、主要な資金の出し手であるプライム MMF の残高が減少していることも影響している（図表 IV-3-9）²⁴。わが国の金融機関

²⁴ 米 MMF は、現金、国債、国債を担保としたレポ等にポートフォリオの 99.5%以上を投資しているガバメント MMF とそれ以外の MMF（プライム MMF）に分類可能である。米 SEC は、プライム MMF に対して、変動 NAV（Net Asset Value）や、保有資産の流動性低下時に解約手数料や解約制限を課し得る仕組み等の導入を求めている（最終規則施行日は 2016 年 10

は相対的に米 MMF からの調達が多いことから、CD・CP 市場における調達のアベイラビリティや他の調達市場への影響の波及について注視していく必要がある。



- (注) 1. 左図の直近は、**16年9月30日**、中図は、**16年8月末**。右図は、**16年8月末時点**。
 2. 左図のCPは金融機関発行分。
 3. 中図のその他は、15年3月末以降は月次、15年2月末までは半期の計数を月次に補間。
 4. 右図は、米プライムMMFが保有する銀行関連資産を、銀行の本社所在地ベースで国別に集計。豪州はニュージーランドを含む。
 (資料) Bloomberg、FRB、OFR、SEC、日本銀行

外貨資金流動性リスク管理面の課題

金融機関の外貨資金流動性リスク管理面の課題としては、次の3点が挙げられる。

- [1] ドルを中心とする主要通貨の安定的な調達基盤の確保に取り組んでいくこと。
- [2] 顧客性預金やコミットメント・ラインなど、それぞれの資産・負債の属性に応じたきめ細かい管理を行うことなどにより、市場ストレス時の対応の実効性向上に取り組んでいくこと。
- [3] アジア通貨など、主要通貨以外の通貨についても、安定調達基盤の拡充に取り組む、流動性管理の強化を図っていくこと。

月14日、変動NAVの導入は機関投資家向けのみ)。これを嫌気した投資家がプライムMMFから資金を引き揚げたり、運用業者がプライムMMFからガバメントMMFへの転換を進めたことから、プライムMMFの残高は大きく減少している。

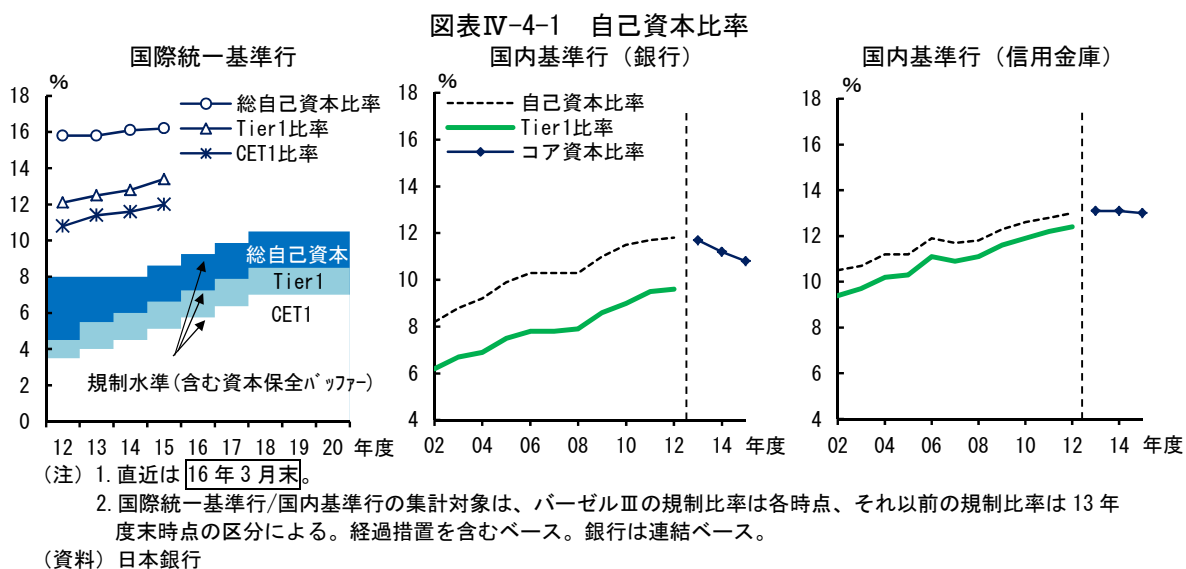
4. 金融機関の自己資本充実度

ここでは、金融機関が規制上の自己資本比率を満たしているかどうかに加え、各種リスク量との対比でみて、十分な資本基盤を備えているかを検証する。

自己資本比率

金融機関の自己資本比率は、規制水準を十分に上回っている。

2015 年度末における国際統一基準行の総自己資本比率、Tier1 比率、普通株式等 Tier1 比率（CET1 比率）および国内基準行のコア資本比率は、規制水準を大きく上回った（図表 IV-4-1）。ただし、バーゼル III など国際金融規制の適用が徐々に本格化していくほか、リスクアセットの算定方法などにおいて、新たな規制の内容に未確定の部分が残されている点には留意が必要である²⁵。

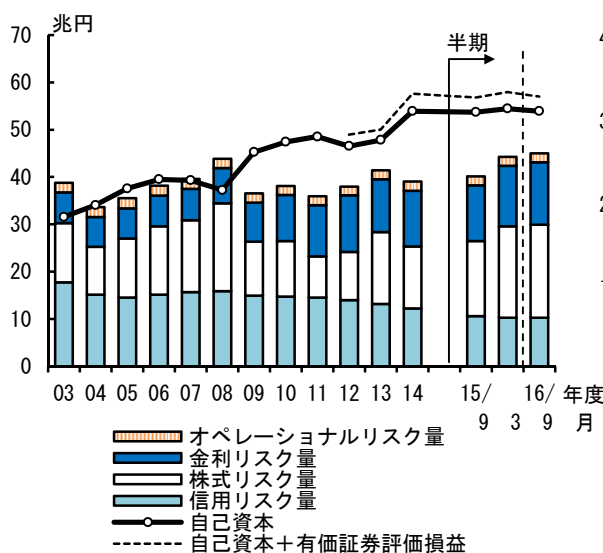


²⁵ 国際統一基準行については、バーゼル III のもとで、2016 年 3 月末に、①資本保全バッファ (2.5%)、②カウンターシクリカル資本バッファ (上限 2.5%)、③G-SIB 向けサーチャージ (規模等に応じて 1~2.5%) の適用が開始された (いずれも完全適用される 2019 年にかけて段階的に引き上げ)。また、国内基準行でも、これまで自己資本に勘案されていた商品 (社債型優先株式、劣後債など) について、現時点ではコア資本の基礎項目に全て又は部分的に計上することが認められているが、先行き段階的に縮小する予定である。また、コア資本の調整項目のうち、のれんなど、現時点では段階的な実施により控除が免除されている資産については、2019 年 3 月末までに全額控除していくことが求められている。

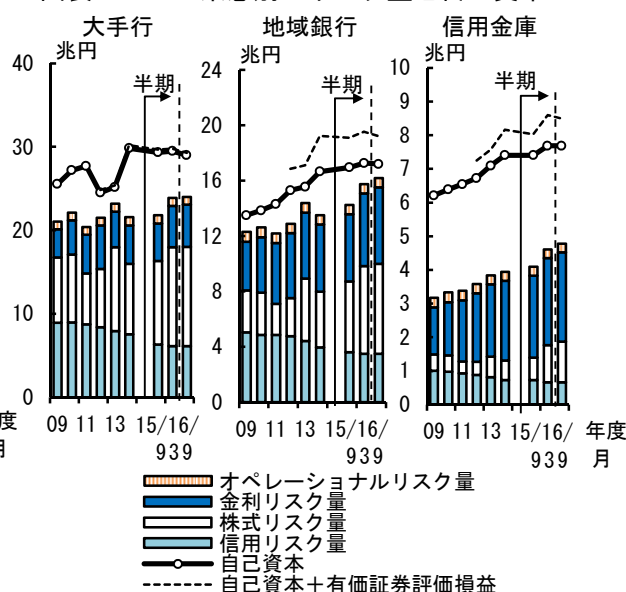
リスク量対比でみた自己資本の充実度

金融機関の自己資本は、リスク量との対比でも総じて充実した水準にある（図表 IV-4-2、図表 IV-4-3）²⁶。金融機関の自己資本や国内基準行の有価証券の時価変動に対するバッファ（2016年9月末時点）は、1年前と比較すると、内部留保の蓄積が増加方向に寄与する一方、株価下落が減少方向に効いたことから、いずれの業態でも、概ね横ばいとなった。この間、金融機関のリスク量は、1年前と比較すると、株式リスク量の増加を主因に増加している。もっとも、こうした点を踏まえても、現時点において、金融機関は、十分な損失吸収力やリスクテイク能力を備えていると考えられる。

図表IV-4-2 金融機関のリスク量と自己資本



図表IV-4-3 業態別のリスク量と自己資本



- (注) 1. 直近は、株式リスク量および株式評価損益は「16年9月末」、円債・外債の金利リスク量および有価証券評価損益（除く株式）は「16年8月末」、その他の金利リスク量（円貨）は「16年6月末」、その他は「16年3月末」。
2. 株式リスクは株式投信を含む（09年度以降）。信用リスクは外貨建て分を含む。株式リスクと金利リスク（一部オフバランスを含む）は大手行のみ外貨建て分を含む。
3. 「自己資本+有価証券評価損益」は、国内基準行の有価証券評価損益（税効果勘案後）を自己資本に足し合わせたもの。

(資料) 日本銀行

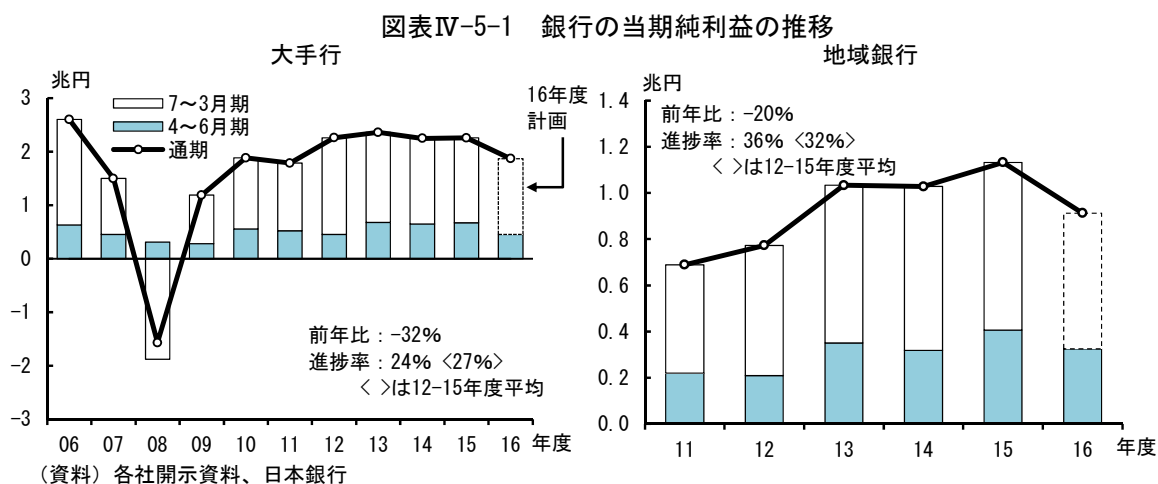
5. 金融機関収益と金融システムの機能度・安定性

前節までの分析では、現時点における金融機関のマクロ的なリスクと財務基盤

²⁶ ここでのリスク量は、すべての金融機関について共通の方法とパラメータ（信頼水準や保有期間など）を用いて算出した推計値であり、金融機関自身が内部的なリスク管理を行ううえで計測したリスク量に一致するとは限らない。各リスク量の推計方法については、前掲図表 IV-1-1、前掲図表 IV-2-1、前掲図表 IV-2-8 の注を参照。オペレーショナルリスク量は業務粗利益の15%。国際統一基準行の自己資本は、2012年度以降は CET1 資本。国内基準行は、2013年度以降はコア資本。経過措置を除くベース。それ以前の自己資本は Tier1 資本。

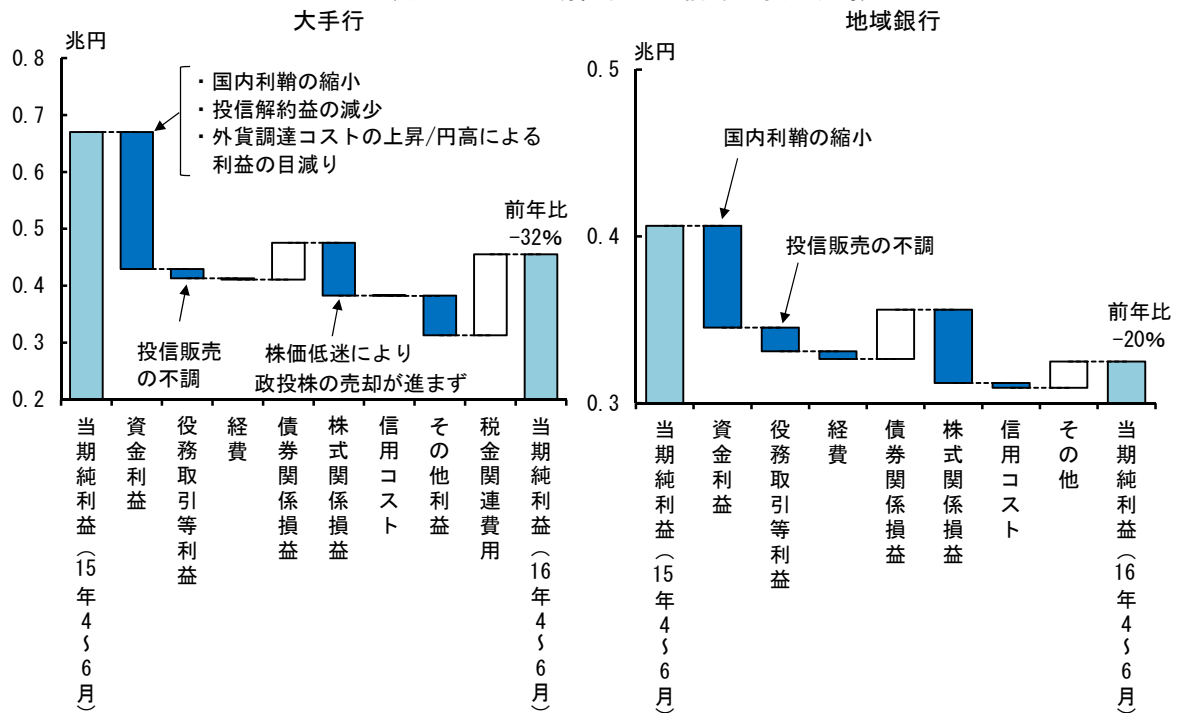
のバランスを点検した。本節では、金融機関の先行きの財務基盤に影響する収益力の動向について確認したうえで、収益力の変化が金融仲介活動に与える影響を整理する。

金融機関の収益は長期的にみて高水準にあるが、これまで収益を押し上げてきた要因に変化がみられている。国内貸出の収益低下が継続してきたにもかかわらず、金融機関がこれまで高水準の収益を確保し得たのは、①信用コストの減少、②株高等に伴う有価証券関連収益や投資信託・保険販売等の役務取引等利益の増加、③海外貸出等の国際業務収益の増加が寄与してきたためである。しかし、2015年度決算をみると、これらの収益押し上げ要因に変化がみられている。すなわち、①信用コスト率の水準は既にかかなり低く、さらなる低下余地が限られるなかで、大手行の信用コストは増加に転じた、②株価下落の影響等を受けた投資信託販売の不調などにより、増加を続けてきた役務取引等利益が減少に転じた、③これまで収益の成長ドライバーであった大手行の国際業務部門の業務粗利益が、円高による円換算上の影響や外貨調達コストの上昇により減益となった、などの変化がみられた。



このように収益押し上げ要因が剥落していることから、**国内預貸業務の収益性低下が、直接収益全体に影響を及ぼしやすくなっている。**実際に、2016年度第1四半期決算をみると、金融機関の収益は長期的にみれば高水準にあるものの、前述の要因に加え、マイナス金利下での利鞘の縮小等から大幅な減益となっている(図表IV-5-1、図表IV-5-2)。マイナス金利導入によるイールドカーブの低下は、貸出金利を低下させる一方、預金金利は既にゼロ%に近く下げ余地が少ないため、預貸利鞘を縮小させ、金融機関収益の下押し圧力として作用する。なお、同様にマイナス金利政策を導入している欧州諸国では、預金金利の引き下げ余地があること等から、金融機関の収益性はこれまでのところ低下していない(BOX3参照)。

図表IV-5-2 当期純利益の前年差要因分解

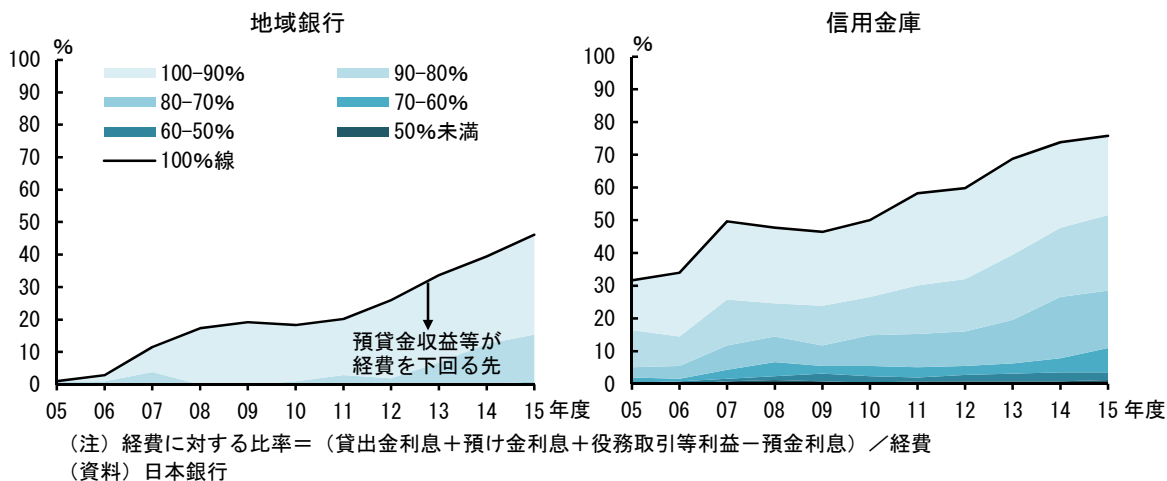


(資料) 各社開示資料

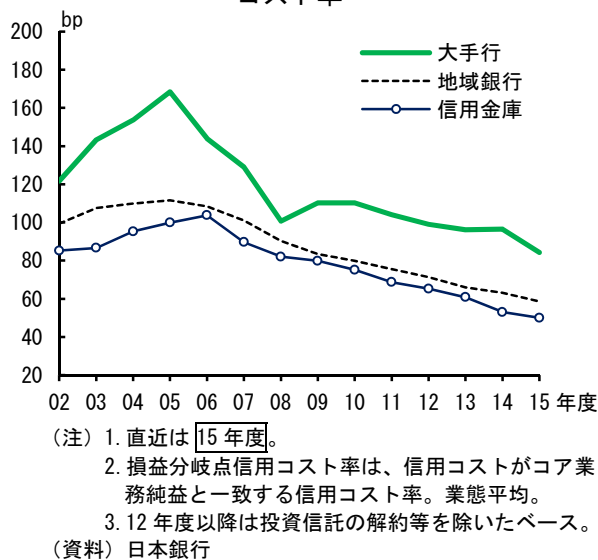
現状においては、これまでみてきたように、**金融機関は充実した資本基盤を備えており、当面収益力が下押しされるもとでも、リスクテイクを継続していく力を有している (BOX2 参照)。**今後、**金融機関のポートフォリオ・リバランスが、経済・物価情勢の改善と結びついていけば、基礎的収益力の回復に繋がっていくと考えられる。**もっとも、**足もとの収益力の減少傾向が長引く場合には、損失吸収力が低下する先が増加し、金融仲介機能が低下する可能性もある。**実際、地域金融機関を中心に、預貸金収益と役員取引等利益では経費を賄えない金融機関が増加しており、信用コストが何らかのショックで上昇した場合、コア業務純益ではカバーできずに赤字に陥りやすい状況になってきている (図表 IV-5-3、図表 IV-5-4)。地域における人口減少や高齢化の進展などの構造問題が、地域金融機関の預貸業務の収益性を長期的に下押しすることにも留意が必要である (BOX4 参照)。また、長期的な観点からみると、自己資本蓄積の根源となる銀行の収益性は、これまでも貸出スタンスに何がしかの影響を及ぼしてきたとみられる (BOX5 参照)。銀行収益に対して継続的に下押し圧力がかかり、資本コストに見合うリターンを確保できない状況が長く続けば、将来の自己資本の損耗がフォワード・ルッキングに意識されるため、現時点で自己資本が十分であっても、金融仲介機能に影響が及ぶことも考えられる。今後、国内預貸業務の収益性が一段と低下していくことも考え得るもとで、金融機関による仲介機能の動向については、様々な角度から注意深くみていく必要がある (図表 IV-5-5)。**一方で、低金利・マイナ**

ス金利の影響などから貸出や有価証券投資の収益性が低下するなかで、金融機関が収益維持の観点から過度なリスクテイクに向かうことになれば、金融システムの安定性が損なわれる可能性があることにも留意が必要である。

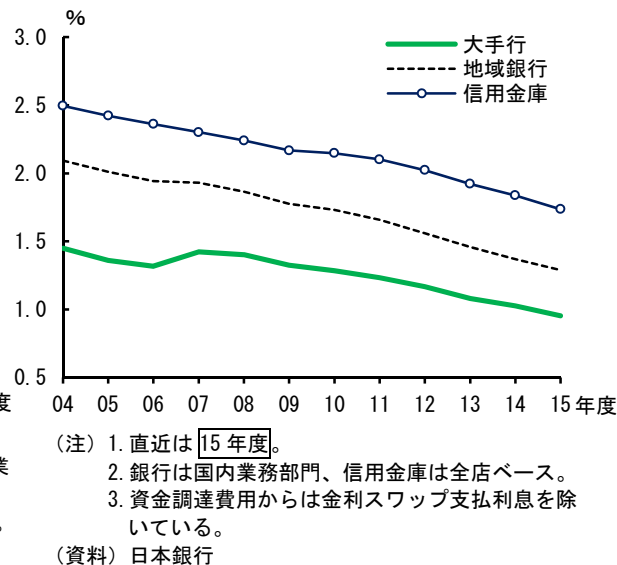
図表IV-5-3 預貸金収益等が経費を下回る先の割合および経費に対する比率の分布



図表IV-5-4 業態別の損益分岐点信用コスト率



図表IV-5-5 業態別の貸出利鞘



このように、金融機関の収益性低下に伴う潜在的な脆弱性としては、マクロ的なリスク蓄積や資産価格等への影響が行き過ぎる過熱方向のリスクと、収益の減少に歯止めがかからず金融仲介が停滞方向に向かうリスクの両面をみていく必要がある。個々の金融機関にとっては、適切なリスク管理のもとで貸出や有価証券投資等においてリスクテイクしていくことに加えて、①国際的な業務展開を含む事業領域の拡充、②役務取引など非金利収入の拡大 (BOX6 参照)、③情報技術の活用を含む業務革新やコスト構造の見直し、④地域の産業・企業の活力向上支援など、幅広い視点から収益力の向上に取り組んでいくことが重要な課題である。

V. マクロ・ストレステスト

本章では、マクロ・ストレステストにより、金融システムの安定性を評価する。マクロ・ストレステストは、具体的なストレス事象を想定し、金融機関の自己資本の目減りを試算することによって、マクロ的にみた自己資本の充実度、金融システムのストレス耐性を動学的に検証するものである。今回のテストによれば、**金融システムは、内外の経済・金融面のショックに対して、相応に強いストレス耐性を備えている。**

想定するストレス事象は、「テールイベント・シナリオ」と「特定イベント・シナリオ」の2つである。前者では、半年毎の本レポートで同程度の厳しいストレスを与え、金融システムの安定性を定点観測的に点検する。具体的には、リーマンショック時に相当する国内、海外の金融経済情勢の悪化を想定している。後者では、毎回異なるシナリオを設定して、金融システムに内在する脆弱性を多面的に分析する。今回は、邦銀にとって外貨資金調達の安定性確保が重要な課題であることを踏まえ、外貨調達プレミアムの発生に加え、外貨のアベイラビリティも制約される状況を想定した。なお、これらのシナリオは、上述の点検・分析を有効に行うことを目的に仮想的に設けたものであり、経済や資産価格などの先行きに関する日本銀行の見通しを示すものではなく、また、蓋然性の高さを示すものでもない。

テストの対象は、銀行 115 行と信用金庫 256 庫（総与信残高に占めるウエイトは 8～9 割程度）、ストレスを与える期間は、2016 年 10～12 月期から 2019 年 1～3 月期の 2 年半である²⁷。シミュレーションでは、日本銀行金融機構局が構築した「金融マクロ計量モデル」を用いる²⁸。

以下、テストの内容と結果をみていくこととしたい²⁹。

(1) ベースライン・シナリオ

ベースライン・シナリオは、2 つのストレス・シナリオにおけるシミュレーション結果を評価する際の基準となるシナリオである。諸機関や市場の平均的な見通しを踏まえ、先行きは「先進国の着実な成長が新興国・途上国に波及するもと

²⁷ マクロ・ストレステストにおける国際統一基準行および国内基準行の区分は、2016 年 3 月末時点ベース。

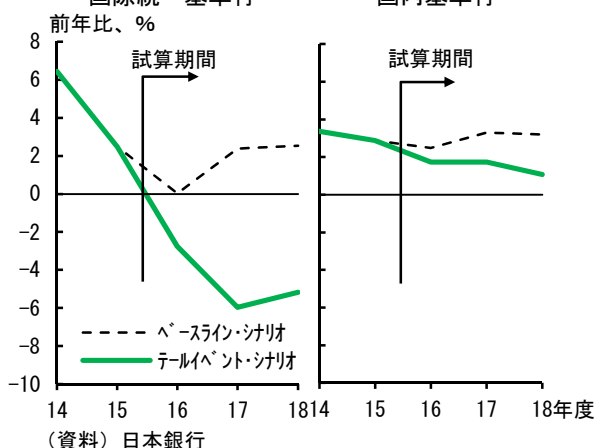
²⁸ 詳しくは、以下の論文を参照。北村富行・小島早都子・高橋宏二郎・竹井郁夫・中村康治、「日本銀行のマクロ・ストレス・テストについて」、日本銀行調査論文、2014 年 10 月。

²⁹ ストレステストの詳細は、『金融システムレポート別冊シリーズ：金融システムレポート（2016 年 10 月号）のマクロ・ストレステストについて』（近刊）を参照。

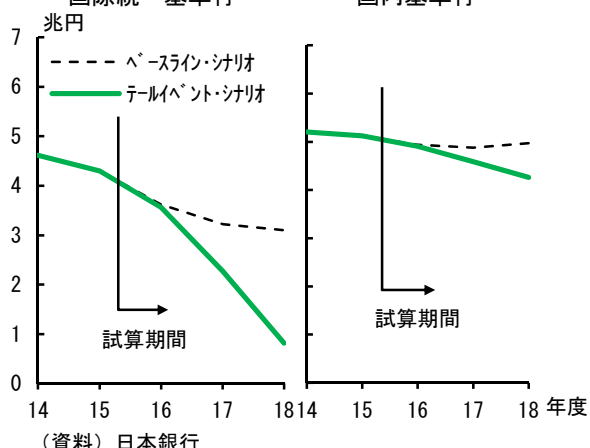
で海外経済は緩やかに成長率を高めていき、わが国経済も緩やかに回復していく」姿を想定している。また、国債利回りは、日本銀行が長短金利操作付き量的・質的金融緩和を導入した後のイールドカーブ（9月下旬時点）に概ね沿って推移することを想定している。

ベースライン・シミュレーションによれば、貸出残高は前年比プラスで推移するが（図表 V-1-1）、低金利環境が持続するなか、国際統一基準行を中心に、資金利益は減少を続ける姿となる（図表 V-1-2）。一方で、信用コストは、企業の良好な財務状況を背景に、低水準で推移する（図表 V-1-3）。この結果、国際統一基準行、国内基準行ともに、自己資本比率は 2018 年度末時点でも規制水準を十分に上回る水準となる（図表 V-1-4）³⁰。

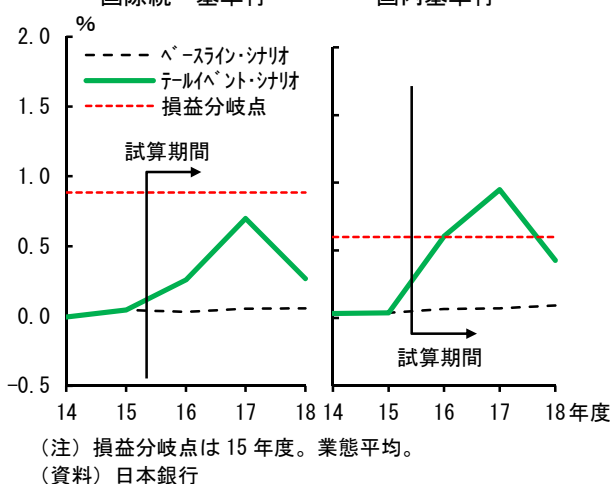
図表 V-1-1 貸出残高（テールイベント・シナリオ）
国際統一基準行 国内基準行



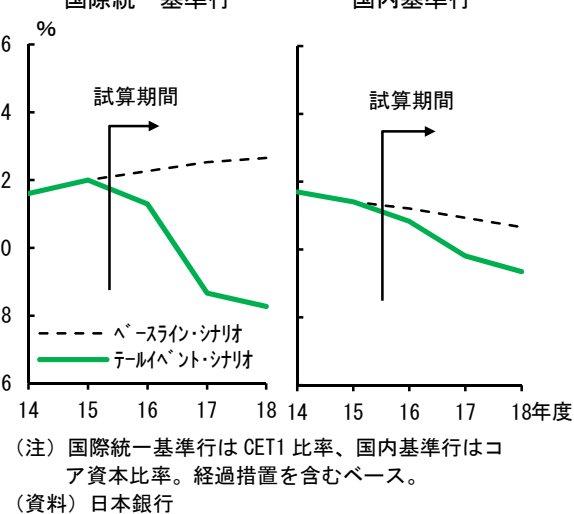
図表 V-1-2 資金利益（テール）
国際統一基準行 国内基準行



図表 V-1-3 信用コスト率（テール）
国際統一基準行 国内基準行



図表 V-1-4 CET1 比率とコア資本比率（テール）
国際統一基準行 国内基準行



³⁰ 国内基準行のコア自己資本比率が、緩やかに低下するのは、現在導入されている自己資本比率算定上の経過措置の影響が徐々に剥落するためである（脚注 25 参照）。

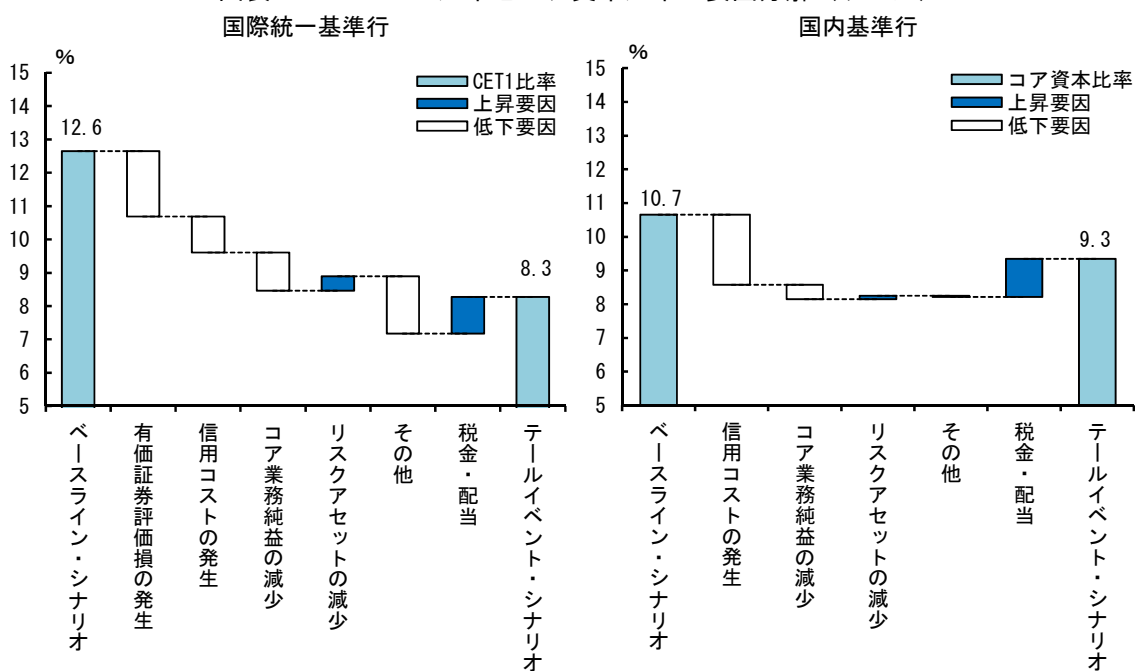
(2) テールイベント・シナリオ

テールイベント・シナリオでは、「わが国の需給ギャップがリーマンショック時並みまで悪化する」状況を想定する。海外経済も大幅に減速し、金融市場では、株価（TOPIX）の大幅下落と円高・ドル安、国債利回りの低下が生じる。

このシナリオに基づくシミュレーションの結果は、次のとおりである。内外の大幅な景気悪化から、企業の財務が悪化する結果、信用コスト率は、国際統一基準行では、損益分岐点信用コスト率近くまで、国内基準行では、損益分岐点信用コスト率を大幅に上回る水準まで上昇する（前掲図表 V-1-3）。このほか、内外株価の下落を受けて有価証券評価損が発生する。

貸出残高の前年比は、海外貸出では大幅なマイナスとなる。国内貸出は、収益性の大幅低下が貸出スタンスを慎重化させることもあって、ゼロ%近傍まで減速する（前掲図表 V-1-1）。資金利益は、国際統一基準行では海外貸出の大幅な減少を主因に大きく落ち込む一方、海外貸出比率が低い国内基準行では緩やかな減少にとどまる（前掲図表 V-1-2）。

図表 V-1-5 CET1 比率とコア資本比率の要因分解（テール）



(注) 1. 有価証券評価損の発生は、税効果を勘案したベース。**18年度末時点**。

2. 国際統一基準行は CET1 比率、国内基準行はコア資本比率。経過措置を含むベース。

(資料) 日本銀行

自己資本比率は、国際統一基準行では、コア業務純益の減少や有価証券評価損の発生から、ベースライン・シナリオ対比で 4.3%pt 低下するが、平均的には規制

水準を上回る状態を確保する（前掲図表 V-1-4、図表 V-1-5）³¹。国内基準行では、信用コストの増加を主因に同 1.4%pt 低下するが、平均的には規制水準を十分に上回る。

（3）特定イベント・シナリオ

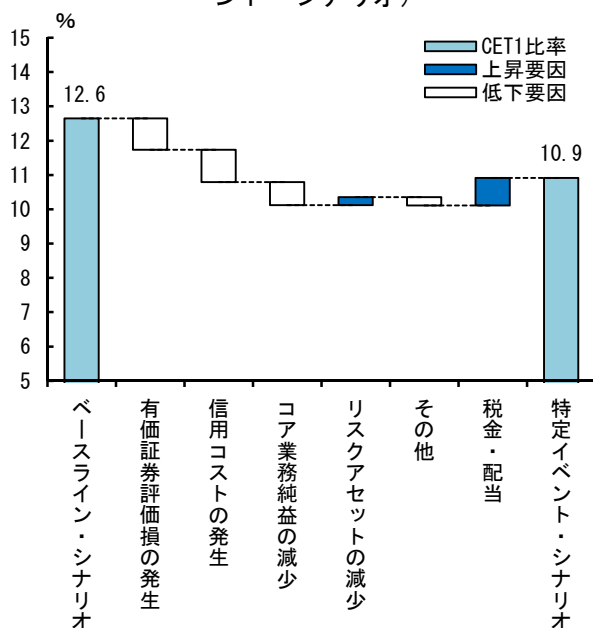
今回の特定イベント・シナリオでは、外貨調達市場にストレスが加わるもとで、外貨調達プレミアムが拡大するだけでなく、外貨のアベイラビリティも制約される状況を想定した。このシナリオ設定は、邦銀が海外貸出や市場運用を増加させるもとで、外貨資金調達の安定性確保が重要な課題になっているとの認識に基づいている。

具体的には、国際金融資本市場における不確実性の高まりなどから、これまで低位に抑えられてきたドル金利のタームプレミアムが拡大する（+200bp）。こうしたなか、外貨資金調達の市場環境が悪化し、外貨調達プレミアムが拡大する（+50bp）。さらに、市場での外貨調達のアベイラビリティにも制約が加わり、外貨資金の不足に対して外貨建て貸出債権を売却せざるを得ず、それに伴う損失が発生することを想定した。また、ドル長期金利が上昇するため、①これに伴う海外経済の一時的な減速や、②米国など先進国への資金回帰とこれに伴う新興国等の経済下押し効果などが、様々な貿易・金融チャネルを通じてわが国の経済に及ぶというメカニズムも働く。

ストレステストの対象は、バランス・シートに占める外貨建て資産・負債の割合が比較的高い国際統一基準行に限定する。シミュレーションの結果は、次の通りである（図表 V-1-6）。CET1 比率への影響をみると、ドル金利上昇や株価下落による有価証券評価損の発生、貸出債権の売却などによる信用コストの増加（図表 V-1-7）、貸出減少などによるコア業務純益の縮小が、主な下押し要因となり、CET1 比率はベースライン対比 1.7%pt 程度低下する。ただし、規制水準を上回る水準は維持される。

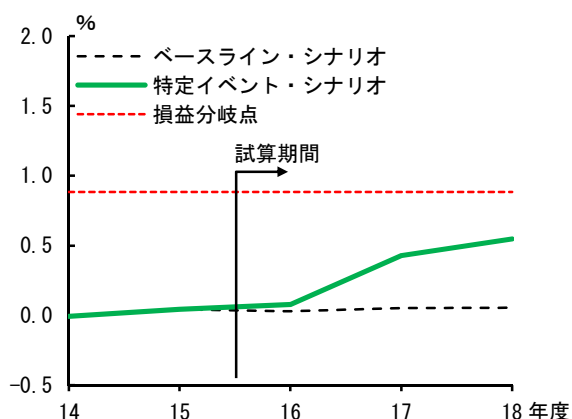
³¹ 本モデルでは、バーゼル III 規制に従い、有価証券評価損益を CET1 資本の基礎項目に算入するが、経過措置による算入比率の段階的な引き上げを反映し、2017 年度末以降、100% 算入することとしている。2017 年度にかけての CET1 比率の低下には、有価証券が評価損に陥ったもとで、この算入比率が引き上げられていくことも影響している。

図表 V-1-6 GET1 比率の要因分解 (特定イベント・シナリオ)



(注) 1. 集計対象は国際統一基準行。有価証券評価損の発生は、税効果を勘案したベース。18年度末時点。
 2. 経過措置を含むベース。
 (資料) 日本銀行

図表 V-1-7 信用コスト率 (特定)



(注) 集計対象は国際統一基準行。損益分岐点は15年度。業態平均。
 (資料) 日本銀行

(4) マクロ・ストレステストの結果に関する留意点

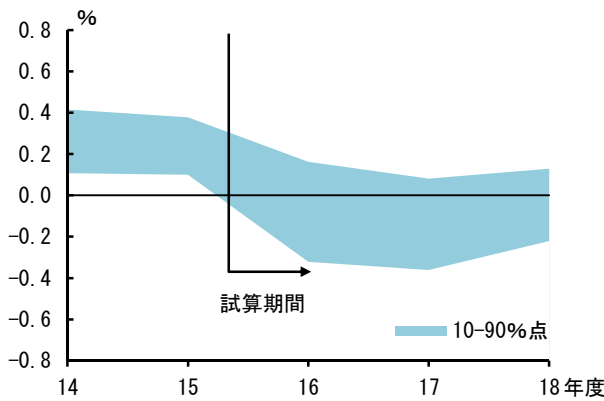
以上のように、わが国の金融システムは、現時点において、相応に強いストレス耐性を備えているが、テストの結果をみていくうえでは、以下の点に留意する必要がある。

第一に、**金融機関の自己資本比率が規制水準を上回るとしても、ストレスが生じる過程では、例えば赤字決算や有価証券の評価損転化などによって、金融機関のリスクテイク姿勢が後退し、金融仲介機能に悪影響を及ぼす可能性がある。**テールイベント・シナリオの結果によれば、7割以上の先で当期純利益が一時赤字となるほか、国内基準行の自己資本比率のばらつきも相応にみられるが、当期純利益が赤字の先や自己資本比率が低い金融機関では、貸出スタンスを収益性の低下や自己資本の毀損の度合いと比較してもより大きく抑制する傾向がみられる(図表 V-1-8、図表 V-1-9、図表 V-1-10)。

第二に、**金融機関行動において負の外部性が生じると、金融システムに対するマイナスの影響が増幅されると考えられる。**特定イベント・シナリオでは、貸出債権の売却損率を10%に設定しているが、自己資本比率への影響は、売却損率の設定に大きく依存する。仮に、10%の設定水準が各金融機関のストレス・シナリ

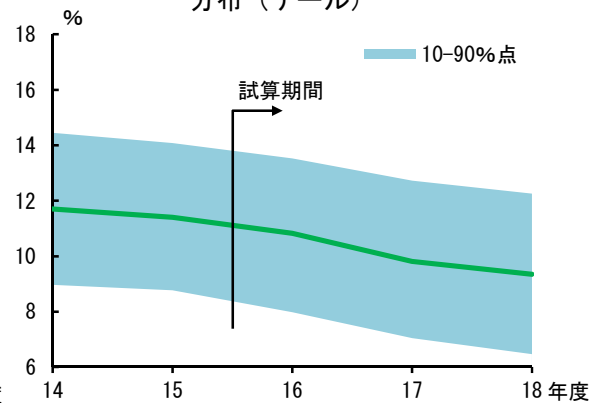
オとして保守的な見積もりであったとしても、多くの金融機関が一斉に売却を行うようになると、売却損率はより拡大する可能性がある。例えば、外貨調達市場にストレスがかかる状況では、わが国金融機関だけでなく、同時に他国の金融機関も外貨資金調達の制約を受け、外貨資産売却の姿勢を強めるケースが考えられる。そうした投げ売りによる負の外部性が作用することで、売却損率が拡大すると、同額の外貨資金を確保するにはより多額の貸出債権を売却する必要があるため、自己資本への影響は売却損率の拡大に合わせて非線形的に大きくなる（図表V-1-11）。

図表V-1-8 当期純利益の分布（テール）



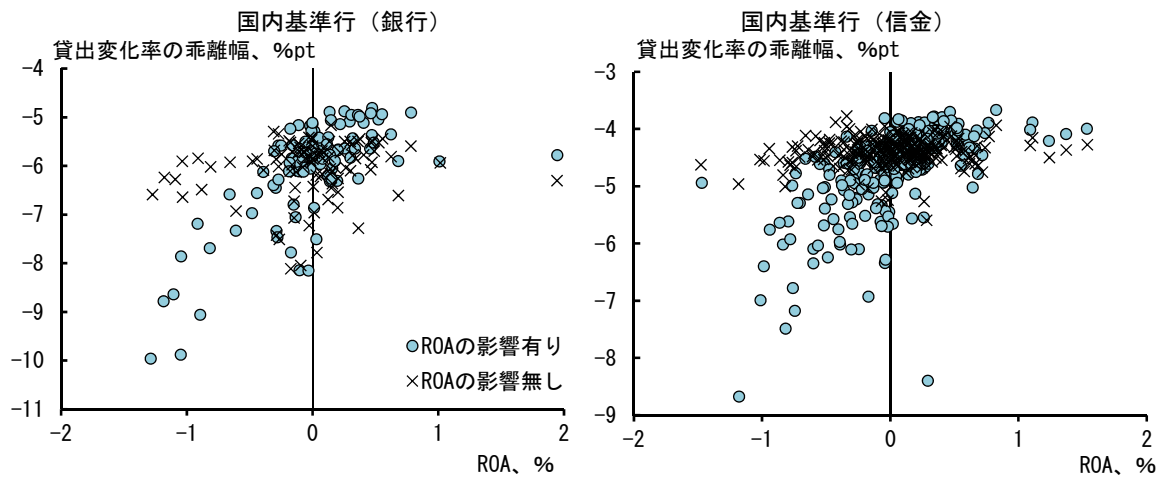
（注）縦軸は当期純利益の対総資産比率。
（資料）日本銀行

図表V-1-9 国内基準行のコア資本比率の分布（テール）



（注）シャドーは各行庫の貸出シェアで測った10-90%点。
（資料）日本銀行

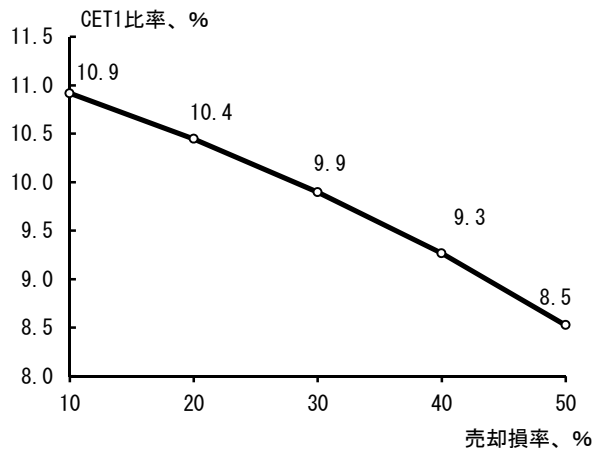
図表V-1-10 収益性と貸出残高の分布（テール）



（注）貸出変化率の乖離幅は、国内法人向け貸出の累積変化率（16/3月末→19/3月末）について、ベースライン・シナリオとの差分をとったもの。ROA = (15~17年度累積の当期純利益) / (17年度の総資産)。「ROAの影響有り」とは、金融マクロ計量モデルにおいて、ROAの水準が金融機関の貸出スタンスに与える非線形的なインパクトを考慮した場合。

（資料）日本銀行

図表V-1-11 売却損率と自己資本比率（特定）



(注) 集計対象は国際統一基準行。18年度末時点。経過措置を含むベース。
(資料) 日本銀行

VI. おわりに

わが国の金融システムは全体として安定性を維持しているが、将来にわたってこれを維持していくには、潜在的な脆弱性に繋がり得るマクロ的なリスクの蓄積や金融システムの構造的な変化に着実に対応していく必要がある。こうした観点からの課題は以下の3点である。

マクロ的なリスクの蓄積の観点からの課題は、①国際業務や市場運用など、わが国金融機関が積極的にリスクテイクを進めている分野におけるリスク対応力の強化である。

現状、金融機関のマクロ的なリスクと資本基盤のバランスは、適切な範囲に維持されている。もっとも、わが国の金融機関では、国内預貸収益に下押し圧力がかかるなかで、海外貸出が高めの伸びを続けているほか、有価証券運用でも外債や投資信託等を通じたリスクテイクが進んでいる（BOX2 参照）。また、わが国経済の成長力低下やマイナス金利導入後の低金利環境を踏まえると、当面は金融機関によるこうしたリスクテイクの動きが続くと考えられる。

この間、資源価格の低迷などから海外貸出の不良債権比率が上昇に転じているほか、英国の EU 離脱問題などもあって国際金融資本市場では変動の大きい状況がみられた。わが国金融機関は、海外経済や国際金融資本市場へのエクスポージャーを拡大しているだけに、リスク管理体制を強化していくことが求められる。また、外貨調達コストの趨勢的な上昇を踏まえ、安定した外貨の調達基盤を拡充していくことも重要な課題である。

金融システムの構造的な変化の観点からの課題は、②大規模金融機関のシステミックな重要性の高まり、③国内預貸業務における収益性の低下への対応である。

大規模金融機関は、中長期的な戦略として、海外 M&A を含む積極的な国際業務展開を含め、グループ一体となった幅広い金融サービスの提供戦略を推進している。この結果、規模の拡大やリスク・リターンの多様化・複雑化が一段と進むとともに、マクロ的な金融安定や経済活動への影響力を高めている。大規模金融機関においては、複雑化するリスクに対応した経営情報システムの整備・活用を含む経営管理体制の強化、リスク蓄積に対する十分な耐性を有する強い財務基盤の確立、ストレス発生時の秩序ある対応に向けた準備などが、金融システムの安定確保の観点からも、一段と強く求められるようになってきている。

また、国内預貸業務においては、国内経済の成長力低下やマイナス金利導入後の低金利環境の継続などを背景に、趨勢的に収益性が低下している。特に、地域金融においては、地域の人口・営業基盤の縮小など構造的に経営環境が変化する

なかで、低収益性の問題は循環的な景気回復のみでは解決が困難になってきているとみられる（BOX4 参照）。収益性の低下傾向が長引くと、収益・資本バッファの両面から金融機関の損失吸収力が弱まり、前向きなリスクテイクや金融仲介を阻害しかねない（BOX5 参照）。こうした点を踏まえ、とくに収益源の国内預貸業務への依存度が高い地域金融機関においては、収益源の多角化や金融仲介能力の向上を通じた地域経済・企業への支援強化などによる収益力の安定・向上のほか（BOX6 参照）、経費の見直しなどによる経営効率の向上に向けた諸施策に取り組むことが望まれる。

このほか、**家計部門における資産ポートフォリオの多様化の持続性、FinTechを含む金融ビジネスでの IT 活用の拡がり**と**サイバー・セキュリティの確保も、やや長い目でみた金融システムの安定性と機能度に影響を及ぼしていく要素と考えられる。**

日本銀行は、**金融システムの安定確保に向けて、引き続きモニタリング・考査等を通じてこれらの課題に対応していく**³²。足もとにおける日本銀行の取り組み状況は、次の通りである。

金融機関の国際業務に関しては、M&A や資源開発関連、非日系企業向けなど、金融機関が注力してきた分野における与信動向の実態把握を進めるとともに、海外経済や資源価格の変動が与信ポートフォリオに及ぼす影響等の多角的な分析について、金融機関と意見交換を行っている。また、外貨資金調達に関して、金融機関の国際業務戦略や国際的な金融規制の強化も踏まえ、外貨流動性リスクに関する実態把握を強化し、ストレス発生時の対応策の充実などリスク管理の向上を促すとともに、海外中央銀行との為替スワップ取極など、緊急時の外貨流動性供給の体制整備を進めている³³。市場運用のリスクに関しては、低金利環境のもとで多様なリスクを取るようになっていくことを踏まえ、リスク管理の枠組みや市場変動時の対応方針等に関する実態の把握に努めるとともに、金融機関毎のリスク選好度の違いに応じた管理強化に向けた対話を継続している。

大手行のシステミックな重要性に関しては、経営情報システムの整備を含めた

³² 年度初にあたる前回レポートでは、今年度のモニタリング・考査において実態把握や金融機関との意見交換を強めていく分野として、①金融機関の国際業務、②同 ALM・市場運用、③大規模金融機関のシステミックなリスク特性、④地域金融機関の収益力、⑤相対的に伸びの高い不動産・医療福祉向け貸出の状況、⑥「貯蓄から投資へ」に関連する業務、⑦金融機関等の IT 活用、⑧金融機関、証券会社等のマーケット業務、⑨外国金融機関在日拠点のグループ内の位置づけを挙げた。下期にかけてもこの方針は不変である。

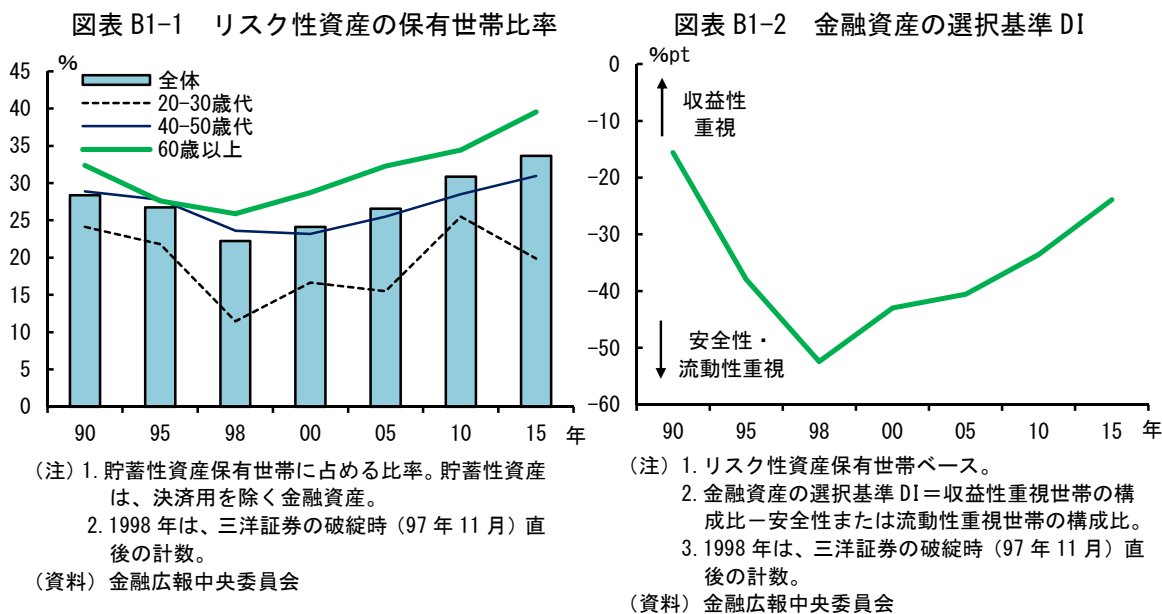
³³ 日本銀行は、米ドルについて、緊急時に保有外貨資産を活用して貸付を行い得ることとしている。2016年3月には、豪州準備銀行と為替スワップ取極を締結し、豪ドルについても緊急時に貸付を行い得る扱いとした。

複雑かつグローバルなリスクの把握力向上や、そうしたリスクの分析方法の1つであるストレステストの実効性、危機発生時の対応力の向上を促している。また、地域金融機関の収益性に関しては、人口動態の影響も踏まえて個別金融機関の収益力の先行きを分析するとともに、中長期的な経営課題についての対話を強化・継続している。

BOX 1 家計の資産運用行動の変化

家計によるリスク性資産の保有残高は、基調として、緩やかな増加傾向が続いている。『家計の金融行動に関する世論調査』の結果をみると、リスク性資産（ここでは、株式、投資信託、および債券）を保有する家計（二人以上世帯）の割合が年々上昇している（図表 B1-1）。リスク性資産を保有する家計の割合を年齢階層別にみると、従来からの主たる投資家層である 60 歳以上の世帯で一段と上昇しているだけでなく、資産形成層である 40～50 歳代の世帯においても上昇するなど、投資家の裾野は着実に広がっている。

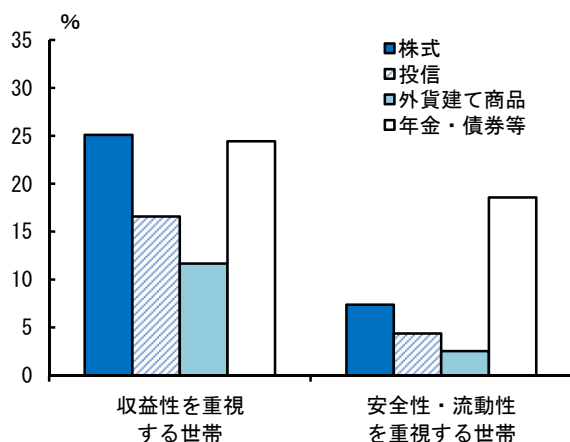
投資家層の拡大が続く背景のひとつに、家計の資産選択基準の変化が挙げられる。わが国では、1990 年代の金融システム不安を経て、家計が金融商品の安全性を重視する傾向が強まったが、その後、金融システム不安が後退し、低金利環境が長期化していくなかで、金融商品の収益性を重視する家計の割合も徐々に高まっている（図表 B1-2）。収益性を重視する家計は、それ以外の家計に比べ、資産運用に積極的で、特に株式や投資信託に対する選好が強いことが特徴である（図表 B1-3）。また、いったんリスク性資産投資を始めた家計は、その後、相場が悪化し含み損を抱えることがあっても、リスク性資産の投資から撤退することは稀であり、リスク性資産を保有する家計の割合は、2000 年代以降、ほぼ一貫して上昇している（図表 B1-1）。



最近では、家計の投資行動にも変化の兆しが窺われる。例えば、公募株式投資信託の解約率に注目すると、従来は、収益率の上昇につれて解約率も上昇する傾向がみられていた（図表 B1-4）。こうした関連性は、株式相場の上昇時には、保有している投資信託の値上がり益を確定し、より分配金利回りの高い投資信託に

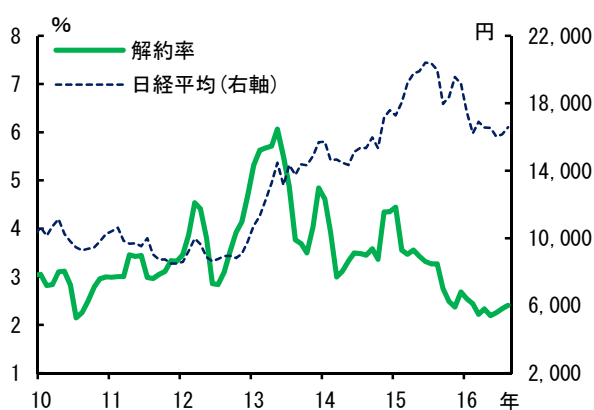
乗り換えるという家計の投資行動を反映した結果であったと考えられる。もっとも、最近では、解約率は2013年を直近ピークに低下傾向にあり、収益率との関連性が弱まっている。このように、投資信託の収益率と解約率との関係性が低下しているのは、長期的なトータルリターンを重視する動きがみられるなか、毎月一定額を購入する積立投資が拡がりつつあることが一因と考えられる。こうした積立投資を前提とした家計の資金フローは、株式相場の変動を増幅するような資金フローを一部相殺し、相場下落局面における相場変動を抑制する方向に作用する可能性がある。

図表 B1-3 新規保有・増額を希望する商品



(注) 1. 今後1~2年のうちに新規保有・増額を希望する世帯の比率。複数回答ベース。
2. 15年までの10年代の平均。
(資料) 金融広報中央委員会

図表 B1-4 投資信託の解約率

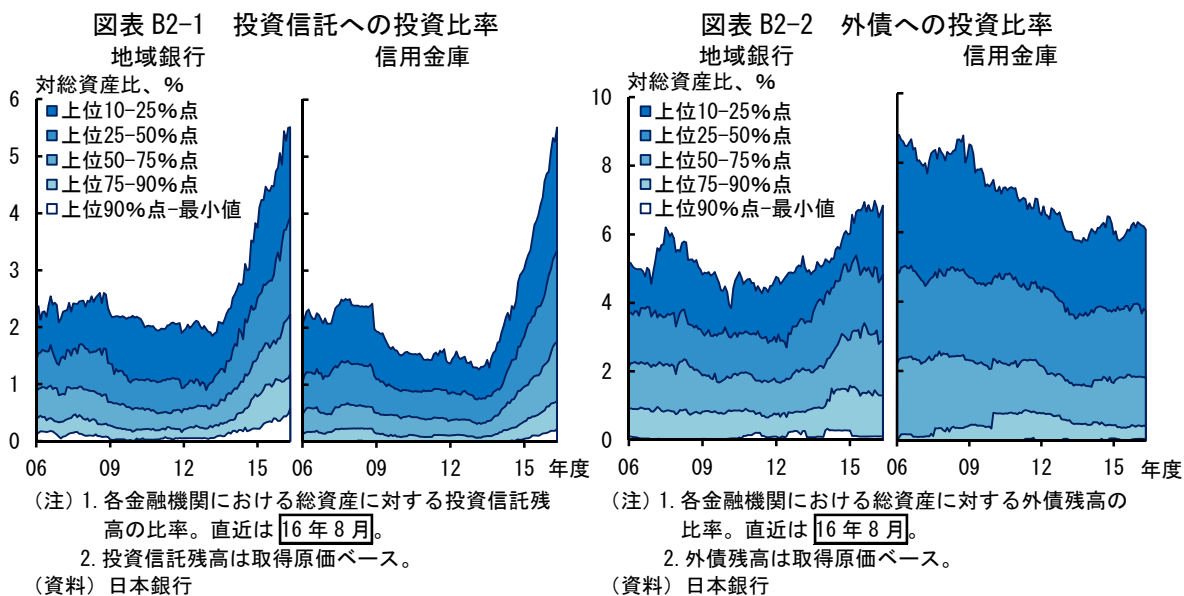


(注) 1. ETFを除く公募株式投信。
2. 解約率=当月の解約額/前月末と当月末の平均残高
3. 解約率は後方3か月移動平均。日経平均株価は月中平均。
4. 直近は16年8月。
(資料) Bloomberg、投資信託協会

証券会社の営業戦略や制度面の整備などの環境変化も、家計に長期資産運用を促す方向に作用しているとみられる。証券会社では、これまでの投資信託間の乗り換えを促す営業から、投資信託残高の積み増しや投資一任サービスを勧奨する営業へと転換が図られており、売買額に応じた販売手数料に代わって、預り資産残高に応じた信託報酬などのストック収入を重視するようになっている。制度の面では、2014年に導入された少額投資非課税制度(NISA)のもと、小口の積立投資が税制面で優遇されていることが、投資促進につながっている。

BOX 2 地域金融機関の有価証券投資

地域金融機関においては、収益のコアとなる貸出利鞘が趨勢的に低下するもとの、投資信託や外債などのリスク性資産への投資スタンスが積極化している（図表 B2-1、図表 B2-2）。



こうした動きは、貸出収益率の低下を受けたポートフォリオ・リバランスと解釈できるが、そのリバランスの程度は、各金融機関の基礎的収益力や経営体力によって異なると考えられる。この点を検証するために、次式に基づくパネル分析（固定効果含む）を行った。

$$\Delta(\text{リスク性資産残高の総資産比率}_{i,t}) = \lambda \times \Delta(\text{貸出利鞘}_{i,t}) + \text{定数項}$$

ここで、 i は各金融機関（地域銀行、信用金庫）、 t は各年度を示し、 Δ は一階差（変化幅）を表す。被説明変数は、明確な上昇傾向が確認される投資信託残高の総資産比率であり、説明変数は、金融機関の貸出利鞘である³⁴。パラメータ λ は、貸出利鞘の変化に対して、各金融機関がリスク性資産（投資信託）をどの程度変化させるかを表し、金融機関の経営体力と基礎的収益力によって変化する定式化を行っている³⁵。

³⁴ 中期的な収益環境を評価したうえで有価証券への投資判断が行われているとの仮定のもと、貸出利鞘は後方3年移動平均を用いる。

³⁵ 具体的には、以下の定式化による。

$$\lambda = \alpha + \beta \times (\text{経営体力}_{i,t}) + \gamma \times (\text{収益力}_{i,t})$$

ここで、経営体力については、自己資本比率が8%未満の場合に0を、8%以上の場合に1と

推計結果をみると、次の3点が確認できる（図表 B2-3）。

- 貸出利鞘の縮小に対して、（自己資本比率が高く）経営体力のある金融機関は、リスク性資産を増やす傾向がある——パラメータ λ は負値で統計的に有意となっている——。
- 特に、本業である預貸ビジネス等の基礎的な収益力が見劣りする金融機関は、収益の低下を補うべく、リスク性資産をより増やす傾向がある——パラメータ λ のマイナス幅が大きい——。
- 逆に、経営体力に乏しい金融機関は、貸出利鞘が低下しても、リスク性資産を増やす行動には出にくい。

図表 B2-3 推計結果（ λ の推計値）

		地域銀行		信用金庫	
		基礎的収益力		基礎的収益力	
		低	高	低	高
経営 体力	高	-4.90 ***	-2.73 ***	-3.07 ***	-0.78 **
	低	-1.59	0.58	-0.90	1.39 *

（注）1. 推計期間は06～15年度。固定効果あり。

2. ***は1%水準で有意、**は5%水準で有意、*は10%水準で有意。

（資料）日本銀行

近年、地域金融機関においては、基礎的な収益力の低下傾向が続いている。コア業務純益の中心的な構成要素である預貸金収益と役務取引等利益の合計が、経費を下回る先数の割合は年々上昇しており、足もとでは、地域銀行で5割弱、信用金庫で8割弱がそうした状況となっている（前掲図表 IV-5-3）。もっとも、経営体力の面では、多くの金融機関は現時点では余裕がある（自己資本比率が高い）ことから、基礎的収益力の低下を補うべく、リスク性資産に対する積極的な投資スタンスを今後も維持していく可能性が高い。一方、長期的な観点からみると、基礎的な収益力の低下が長引き、金融機関の経営体力が低下していく場合には、リスク性資産への投資を増やせなくなる先が増加する可能性があることも、本BOXの分析は示唆している。

するダミー変数を使用。収益力については、業務純益（有価証券関連収支を除く）がマイナスの場合に0を、プラスの場合に1とするダミー変数を使用。

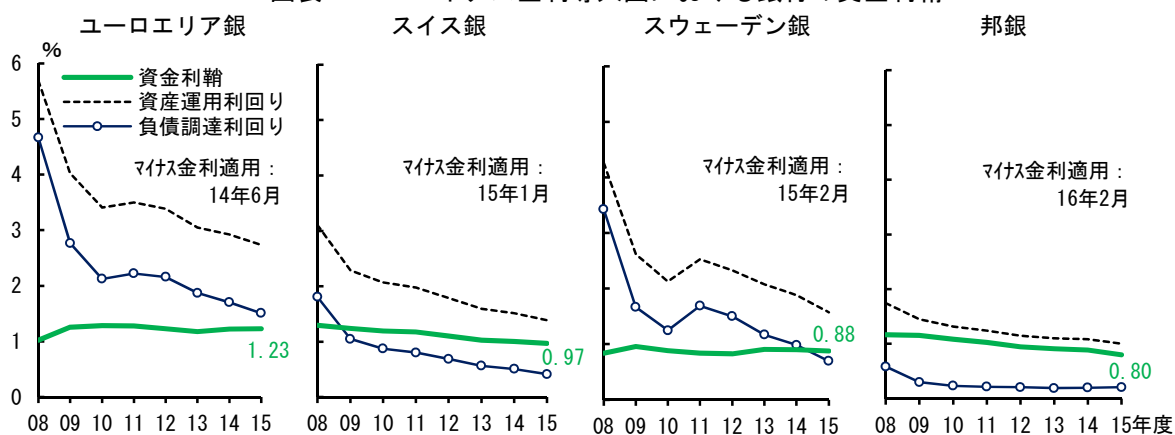
BOX 3 マイナス金利政策実施国における銀行の収益構造

このBOXでは、マイナス金利が銀行収益に与える影響を評価するために、マイナス金利政策を先行して導入した欧州諸国（ユーロエリア、スイス、スウェーデン）における銀行の収益構造について、邦銀との比較を通して考察する。

まず、欧州系銀行の資金利鞘（ここでは「資産運用利回り－負債調達利回り」を表示）をみると、マイナス金利政策の導入後に資産運用利回りは低下しているが、負債調達利回りも連動して低下しており、資金利鞘は横ばい圏内の動きとなっている（図表 B3-1）³⁶。このため、ROE も、少なくとも 2015 年度までは、金融緩和による与信コストの減少の影響も加わり、大きく低下するような姿にはなっていない（図表 B3-2）。

欧州系銀行が利鞘の縮小を回避できてきたのは、①マイナス金利導入時点における預金金利の水準が高く、預金金利に下げ余地があったこと、②欧州系銀行（除くスイス）は、マイナスの金利の適用が困難と考えられる預金の負債に占める割合が小さい——ゼロ金利制約の少ない市場調達の割合が大きい——ことなどが挙げられる（図表 B3-3）。また、最近では、口座維持手数料等によって実質的に預金金利を引き下げる動きもみられる。

図表 B3-1 マイナス金利導入国における銀行の資金利鞘



(注) 1. ストック・ベース。資金利鞘は、資産運用利回りと負債調達利回りの差。

2. 図中の数字は 15 年度時点の資金利鞘。

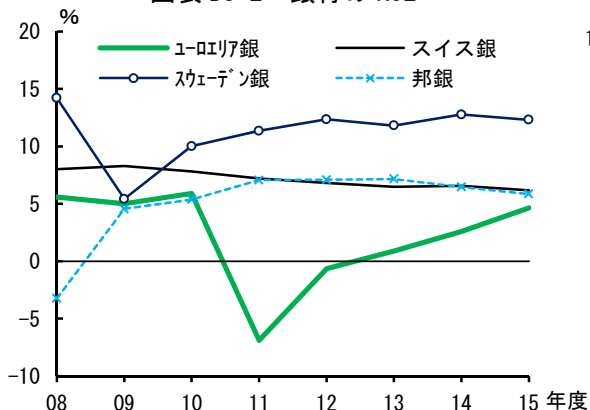
(資料) S&P Global Market Intelligence

一方、日本では、低金利・ゼロ金利の継続期間が欧州に比べ長かったため、マイナス金利導入時点で銀行の預金金利は既に低い水準にあったほか、銀行の預金調達比率も高い。このため、マイナス金利が利鞘に及ぼす影響は、欧州系銀行よりも邦銀において、相対的に大きく表れやすいと考えられる。ただし、欧州系銀

³⁶ 図表 B3-1～3 の集計対象は、各国・地域に本店を置く銀行等（連結ベース）。邦銀は大手行と地域銀行を中心とした 84 先。ユーロエリア銀はドイツ銀行を除く 108 先。スイス銀はクレディ・スイスと UBS を除く 25 先。スウェーデン銀は 5 先。

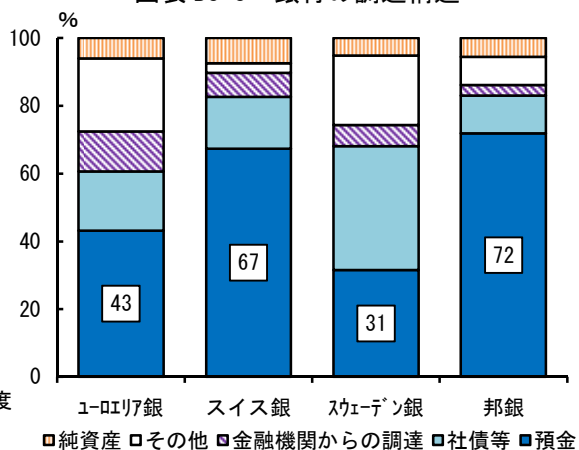
行においても、低金利・マイナス金利の継続期間が長くなれば、預金金利の引き下げ余地が次第になくなっていくため、利鞘の圧縮圧力が強まっていくと考えられる。

図表 B3-2 銀行のROE



(資料) S&P Global Market Intelligence

図表 B3-3 銀行の調達構造

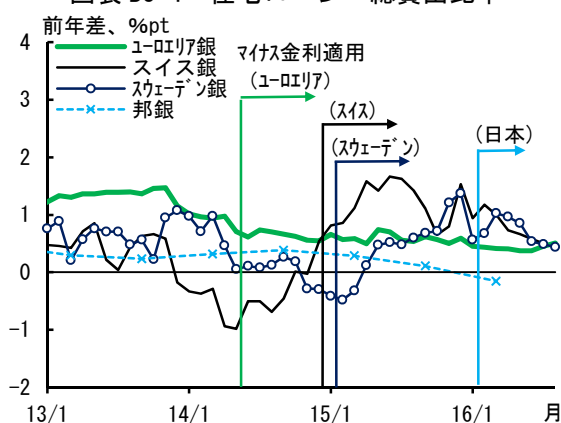


(注) 15年度末時点。

(資料) S&P Global Market Intelligence

また、邦銀との相違点として、スイスやスウェーデンの銀行では、マイナス金利政策導入後に相対的に利回りの高い住宅ローンの貸出総額に占める割合が上昇し、利鞘低下の回避に寄与していることも挙げられる(図表 B3-4)。金融緩和を受けて、不動産価格が顕著に上昇していることが、住宅ローンの伸長に寄与しているとみられる。一方、邦銀は、住宅ローンの金利優遇を拡大しており、信用コストを加味した住宅ローンの採算性は徐々に低下している。

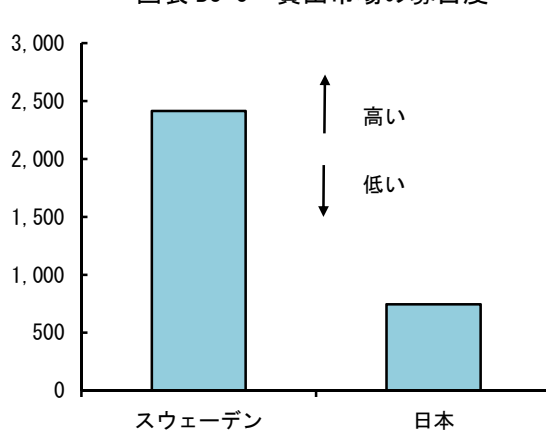
図表 B3-4 住宅ローン・総貸出比率



(注) 1. 直近は、邦銀が「16年3月」、スイス銀が「16年7月」、
 他は「16年8月」。
 2. 各国・地域所在銀行による域内向け貸出を集計。
 金融機関向け貸出を除く。

(資料) ECB、SNB、Statistics Sweden、日本銀行

図表 B3-5 貸出市場の寡占度



(注) 1. 15年度末時点。

2. スウェーデン、日本に拠点を置く金融機関等の貸出(域外向け貸出を含む)シェアをベースにハーフィンダール指数を試算。スウェーデンが18先、日本が130先。

(資料) S&P Global Market Intelligence

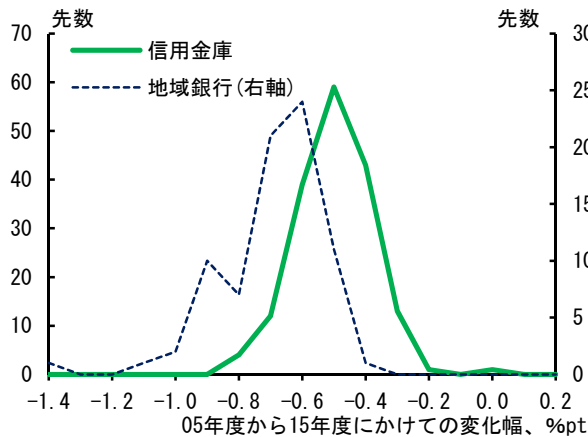
このほか、金融機関の競争環境の違いも利鞘に大きな影響を与えている可能性がある。例えば、銀行部門の集約度(寡占度)が高いスウェーデンでは、貸出金

利の低下による利鞘の縮小は回避されている（図表 B3-5）。これに比べて集約度の低い日本では、金融機関間の競争を通じた貸出金利の低下が進みやすいとも考えられる。

BOX 4 地域金融機関の預貸利鞘低下の背景

地域金融機関の預貸利鞘は、この10年間で、全体で約0.6%pt低下したが、個別にみると、低下幅のばらつきは大きい（図表B4-1）。この背景には、金融機関の利鞘が人口動態など地域の特性によって大きく左右されていることがある。

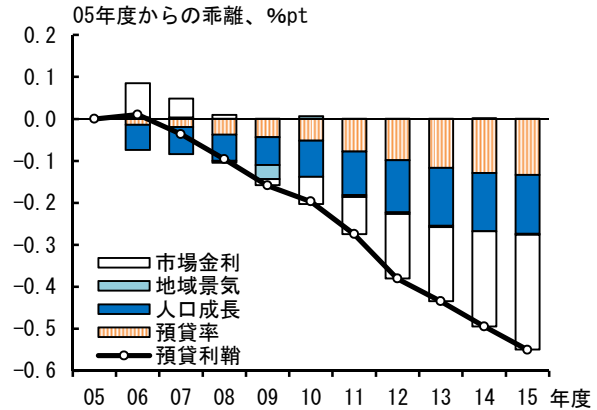
図表B4-1 預貸利鞘の変化のヒストグラム



(注) 分布は、00年度以降に合併した先を除いたうえで算出。

(資料) 日本銀行

図表B4-2 預貸利鞘の寄与度分解



(注) 1. 推計期間は01年度～15年度。

2. 預貸利鞘（信金の平均）はモデルによる推計値。

(資料) 日本銀行

このBOXでは、利鞘の低下の背景について定量的に評価するために、信用金庫を対象にしたパネル分析の結果を示す——地域銀行についても概ね同様の結果が得られている——。預貸利鞘の説明変数は、次の4つである。

①市場金利（10年債利回り）

預金金利はゼロより低く設定しにくいことから、市場金利が低下するほど、預貸利鞘を構成する預金スプレッド（市場金利－預金金利）が縮小する。

②各地域の景気変動（都道府県製造品出荷額等）

景気回復により企業の資金需要の裾野が広がれば、低格付の企業向けにも貸出が増え、利鞘が厚くなる。

③各金融機関の営業エリアの人口成長率（本支店のある市町村の人口成長率）

販路の狭い中小零細企業（特に非製造業）の売上は、地域の人口数（人口密度）に左右されるため、人口が減少すると企業の借入需要が低下し、貸出金利に低下圧力がかかる。

④各金融機関の預貸率

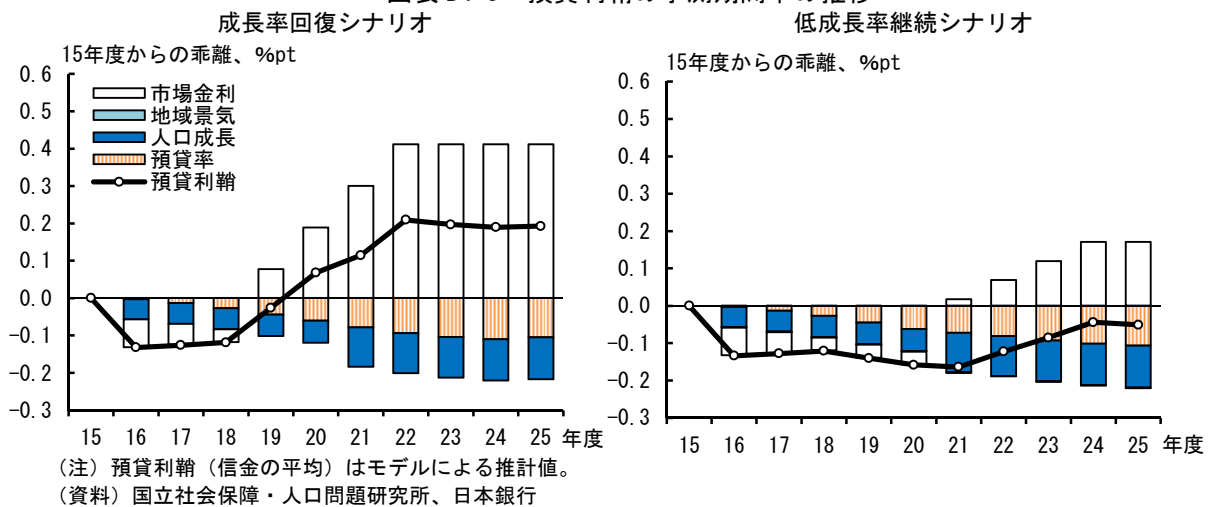
貸出に比べ預金が多いほど、金融機関は余資運用のために、貸出金利をより引き下げて貸出を増やそうとすることから、利鞘が低下しやすい。例えば、高齢層の多い地域などでは、預金が集まりやすい一方、住宅ローン需要は少なく、金融

機関の預貸率は低くなる³⁷。

パネル推計によれば、これら4変数は統計的に有意な説明力を持ち、符号条件も満たす³⁸。推計結果をもとに、過去10年間の預貸利鞘変動の寄与度分解を行うと、金利低下に加え、人口成長率や預貸率の低下が影響してきたことが確認される(図表B4-2)。人口減少と高齢化の進展等に伴う預貸率の低下を合わせた寄与は、金利の低下とほぼ同等の大きさとなっている。一方、地域の景気要因は、リーマンショックの影響を除くと、利鞘に対してあまり大きな影響を及ぼしていない。

次に、推計パラメータを用いて、先行き10年間の預貸利鞘について、2つのシナリオをもとに予測を行った(図表B4-3)³⁹。第一のシナリオは、「成長率回復シナリオ」である。2008年初まで続いた、いわゆる「いざなぎ景気」と同等のスピードで地域経済が成長し、市場金利も2022年にかけて2%まで上昇する。第二のシナリオは、「低成長率継続シナリオ」である。リーマンショックの影響を含む、過去15年間の平均と同等の低いスピードで地域経済が成長し、市場金利も2024年にかけて1%までしか上昇しない。いずれのシナリオも、現在と同じ金融機関数が維持され、厳しい競争環境が続くことを前提としている。

図表 B4-3 預貸利鞘の予測期間中の推移



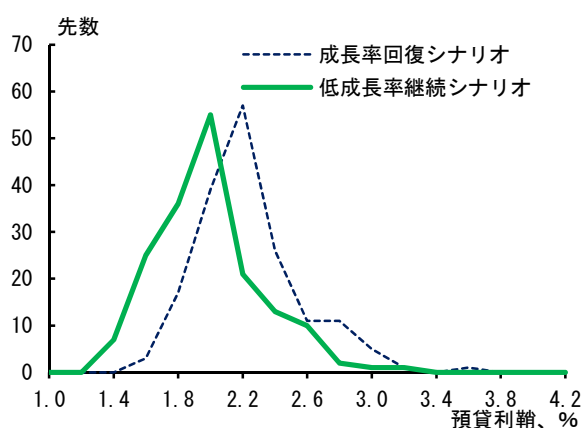
³⁷ 金融機関の預貸率は、地域の高齢化率のほかに、郵便貯金のシェアなどにも左右される。地域の人口成長率と預貸率の相関係数は必ずしも高くないので、多重共線性の問題は回避されている。なお、預貸率と預貸利鞘との内生性の問題を緩和するために、パネル推計では、預貸率の1期ラグをとっている。

³⁸ パネル推計は固定効果を含む。推計期間は2001～2015年度。推計対象の信金は、2000年度以降に合併を行っていない172庫。

³⁹ 人口および高齢化比率の推移については、国立社会保障・人口問題研究所の試算に基づく。預貸率の予測は、これら人口動態の影響のほか、金利と景気見通しに基づくモデルを別途用いて行った。

予測結果をみると、成長率回復シナリオでは、人口減少や高齢化に伴う預貸率の低下が利鞘を下押しするが、市場金利の上昇に伴って、利鞘は徐々に回復し、10年後の2025年度の利鞘は足もとより幾分高い水準に達する。一方、低成長率継続シナリオでは、市場金利の上昇が限定的であるため、利鞘は足もとよりも低い状態が続く姿となる。また、2025年度時点での各信用金庫の預貸利鞘の分布をみると、低成長率継続シナリオでは、低利鞘の先が増加する（図表 B4-4）。営業エリア内の人口減少率が大きい信金の利鞘には、より大きな下押し圧力がかかるとみられる（図表 B4-5）。

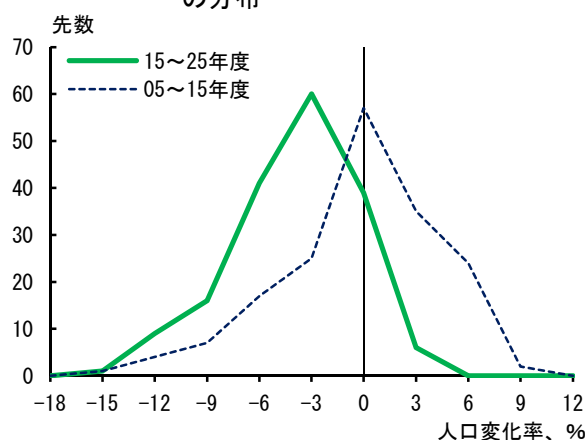
図表 B4-4 預貸利鞘の予測分布



(注) 25年度の推計値。

(資料) 日本銀行

図表 B4-5 信金の営業エリアの人口成長率の分布

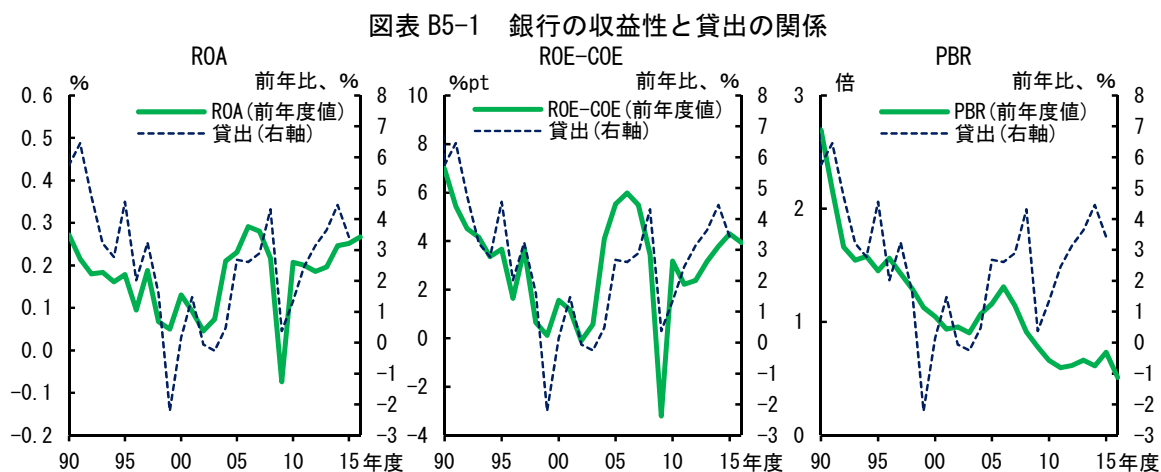


(資料) 国立社会保障・人口問題研究所、総務省

なお、成長率回復シナリオにおいても、地域の景気要因は、信金の預貸利鞘の拡大にほとんど寄与しない（前掲図表 B4-3）。これには、これまでの期間（モデルの推計期間である2001～2015年度）において、景気回復の裾野が信金の取引先企業にまで十分広がってこなかった可能性が考えられる。利鞘拡大のためには、取引先企業が景気回復の果実を取り込めるよう、金融機関がビジネスマッチングや販路拡大を支援して、企業の生産性改善を進めていくことが重要である。

BOX 5 銀行の収益性と貸出供給インセンティブ

銀行の収益性と貸出の間には、正の相関がある（図表 B5-1）⁴⁰。こうした関係については、2つの解釈ができる。第一は、銀行の収益性が銀行貸出のインセンティブに影響を与えているという「貸出供給」に基づく因果関係である。第二は、マクロ経済環境の悪化によって、借入需要が低下し、銀行の貸出採算も悪化するという「借入需要」を起点とした見方である。



(注) 1. サンプルとなる地域銀行の中央値をプロット。直近は15年度末。

2. COE (株主資本コスト) は、配当割引モデルから配当総額/株式時価総額を算出。ROA、ROE のリターンには当期純利益の実績値を使用。

(資料) Bloomberg、日本銀行

以下では、銀行の収益性と貸出の関係について考察するために、地域銀行を対象に次式のパネル推計（固定効果あり）を行った⁴¹。

$$\text{銀行貸出変化率}_{i,t} = \alpha \times (\text{銀行の収益率}_{i,t-1}) + \beta \times (\text{名目 GDP 成長率}_t) + \text{定数項}$$

ここで、 i は各銀行、 t は各年度を表す。銀行の収益性が貸出供給のインセンティブに影響を及ぼしている場合には、 $\alpha > 0$ となり、マクロ経済環境の変化が借入需要に影響を及ぼしている場合には、 $\beta > 0$ となる。推計結果をみると、両パラ

⁴⁰ この BOX では、株価を長期（1987年3月～2016年3月）にわたって利用可能な地域銀行36行を分析対象とした。

なお、株式益回りモデルを前提にすると、ある単純化のもとで、「 $\text{PBR} = \text{ROE} / \text{COE}$ （株主資本コスト）」が導かれる。もっとも、近年は PBR が1倍を大きく下回っており、ROE（実績ベース）が COE を上回っていることと整合的でないように見える。リーマンショック後、銀行の ROE に対する市場の予想は実績を下回り続けており、そうした悲観的な見通しが、低水準な PBR につながっていると考えられる。

⁴¹ 銀行の収益率と銀行貸出の内生性の問題を緩和するために、収益率については1期ラグをとっている。

メータ (α, β) ともプラスで統計的に有意である (図表 B5-2)。したがって、マクロ経済環境の悪化が借入需要の減少を通して銀行貸出を下押しするルートだけではなく、銀行の収益性が低下すると、貸出インセンティブも後退し、銀行貸出の伸びが鈍化するルートもあることが確認された。

図表 B5-2 推計結果 (銀行の収益性と貸出のパネル分析)

説明変数		モデル1	モデル2	モデル3
収銀 益行 率の	ROA (%)	3.23***		
	ROE-COE (%pt)		0.05***	
	PBR (倍)			0.48***
名目GDP成長率 (%)		0.84***	0.88***	0.85***
Adj-R ²		0.37	0.36	0.34

(注) 1. 推計期間は 87~15 年度。

2. ***は、各説明変数が 1%の有意水準で統計的に有意であることを示す。

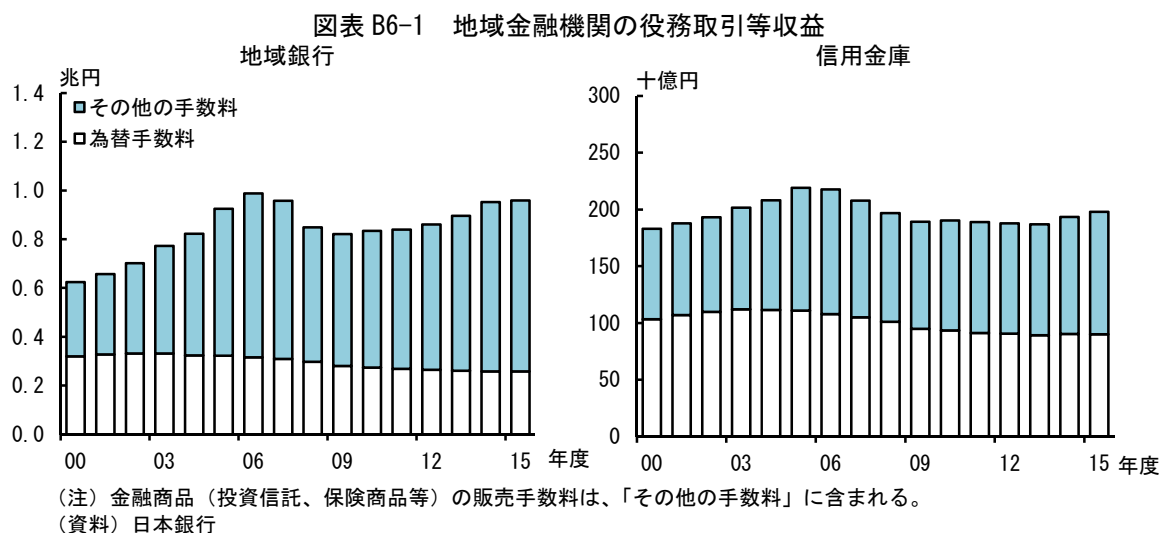
(資料) 日本銀行

以上の分析結果を踏まえ、銀行の収益性と貸出インセンティブの関係を改めて整理すると次のようになる。

資本コストに見合ったリターンを確保することが困難になってくると——ROE が COE を下回るようになる——、銀行にとって、内部留保の蓄積機能が低下するようになる。このため、銀行は、現在の自己資本が十分であっても、リスクテイクに慎重になり、貸出スタンスも抑制的になる可能性がある。特に、低金利環境の長期化を予想するようになった場合には、銀行は、資本コストに見合ったリターンの確保が困難化する状況がいわば常態化すると想定し、将来の自己資本の損耗に備えるため、貸出を一層抑制すると考えられる。この点、近年の銀行の PBR が低水準にあることは、「銀行が資本コストに見合ったリターンを生み出すことが長期にわたって困難化している」との市場参加者の予想を反映している可能性がある。PBR と貸出の関係は、過去に比べ弱まっているように見えるが (前掲図表 B5-1)、足もとの PBR が低水準にあることが、今後の銀行貸出行動にどのように影響していくかについては、注意深くみていく必要がある。

BOX 6 地域金融機関の役務収益と資金利鞘の関係

地域金融機関の役務収益は、近年、緩やかな増加傾向を辿っている(図表 B6-1)。内訳をみると、為替手数料が徐々に減少していく一方、金融商品(投資信託、保険商品等)の販売手数料は増加している。



投資信託の販売は、株価など市場環境にも依存するため、役務収益を金融機関の安定的な収益源にしていくためには、金融機関による顧客確保に向けた営業力が重要になってくる。特に、資金利鞘の減少率が大きい金融機関にとっては、そうした非金利収入を増加させていくことが重要な選択肢の一つである。

そこで、地域金融機関が資金利鞘の低下を補うよう、実際に役務収益の改善に努めているかどうか評価するために、次式に基づくパネル推計を行った。

$$\text{役務取引等収益の変化率}_{i,t} = \alpha \times (\text{資金利鞘の変化幅}_{i,t-1}) + \beta \times (\text{株価変化率}_t) + \text{定数項}$$

ここで、 i は各金融機関(地域銀行、信用金庫)、 t は各年度を示す。推計結果から次の2点が示唆される(図表 B6-2)。第一に、株価の変化率が役務収益の変化率に対して、統計的に有意な影響を及ぼしており($\beta > 0$)、投資信託の販売手数料等は市場環境の変化に左右される。第二に、各金融機関は、資金利鞘が減少すると、それを補うよう役務収益の増加に取り組んでいる($\alpha < 0$)。資金利鞘の減少幅が大きい金融機関ほど、役務取引の拡大に積極的であることが確認できる。これは、市場環境の変化を調整しても、金融機関が非金利収入の拡大に努めていることを示している。

もっとも、役務収益が業務粗利益に占める割合をみると、地域金融機関は、大手行に比べ圧倒的に小さい(図表 B6-3)。特に、信用金庫の役務収益は、業務粗

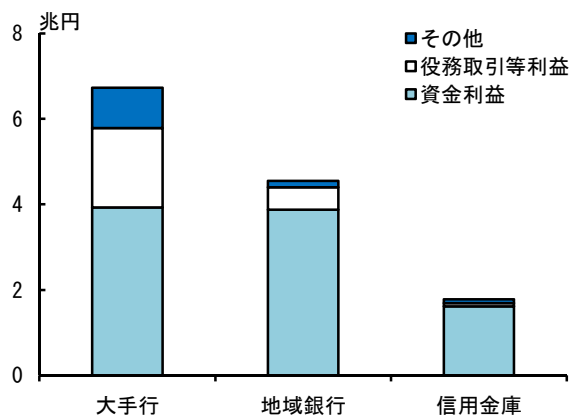
利益の5%未満となっている。先の推計結果をみても、資金利鞘の減少に対する役務収益の取組スタンスを表す値（パラメータ α の大きさ）は、信用金庫は地域銀行に比べ小さい。今後も、金融機関においては、役務収益増加への取り組み等を着実に進め、収益源の多様化と安定化を図っていくことが重要な経営上の課題である。

図表 B6-2 推計結果

	地域銀行	信用金庫
資金利鞘の変化幅	-21.06 ***	-14.31 ***
株価変化率	0.15 ***	0.04 ***

(注) 1. 推計期間は07~15年度。固定効果あり。
 2. 説明変数の資金利鞘は後方3年移動平均。
 3. ***は1%水準で有意。
 (資料) 日本銀行

図表 B6-3 業務粗利益の内訳



(注) 15年度時点。
 (資料) 日本銀行

付録：基本用語の定義

金融機関決算関連

当期純利益＝コア業務純益＋株式関係損益＋債券関係損益－信用コスト±その他
(特別損益など)

コア業務純益＝資金利益＋非資金利益－経費

資金利益＝資金運用収益－資金調達費用

非資金利益＝役務取引等利益＋特定取引利益＋その他業務利益－債券関係損益

株式総合損益＝株式関係損益＋株式評価損益の増減額

株式関係損益＝株式売却益－株式売却損－株式償却

債券総合損益＝債券関係損益＋債券評価損益の増減額

債券関係損益＝債券売却益＋債券償還益－債券売却損－債券償還損－債券償却

信用コスト＝貸倒引当金純繰入額＋貸出金償却＋売却損等－償却債権取立益

信用コスト率＝信用コスト／貸出残高

国際統一基準行の自己資本比率関連

普通株式等 Tier1 比率 (CET1 比率) ＝普通株式等 Tier1 資本／リスクアセット

普通株式等 Tier1 資本は、普通株式、内部留保等で構成される。

リスクアセットは、保有する資産をリスクに応じたウェイトで合算したもの。

Tier1 比率＝Tier1 資本／リスクアセット

Tier1 資本には、普通株式等 Tier1 資本に加え、一定の条件を満たす優先株式等が含まれる。

総自己資本比率＝総自己資本／リスクアセット

総自己資本には、Tier1 資本に加え、一定の条件を満たす劣後債等が含まれる。

国内基準行の自己資本比率関連

コア資本比率＝コア資本／リスクアセット

コア資本は、普通株式、内部留保のほか、一定の条件を満たす優先株式等が含まれる。

リスクアセットは、保有する資産をリスクに応じたウェイトで合算したもの。